



SIVAS CUMHURİYET ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü
İşletme Anabilim Dalı

**ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİ İLE İŞLETME KÂRLILIĞI
ARASINDAKİ İLİŞKİNİN ANALİZİ: BİST’TE GIDA, TÛTÛN VE
İÇKİ SEKTÖRÜNDEKİ FİRMALAR ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

Yüksek Lisans Tezi

Deniz DURDU

Sivas

Eylül 2019

SİVAS CUMHURİYET ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü
İşletme Anabilim Dalı

**ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİ İLE İŞLETME KÂRLILIĞI
ARASINDAKİ İLİŞKİNİN ANALİZİ: BİST'TE GIDA, TÜTÜN VE
İÇKİ SEKTÖRÜNDEKİ FİRMALAR ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

Yüksek Lisans Tezi

Deniz DURDU

Tez Danışmanı
Dr. Öğr. Üyesi Yüksel AYDIN

Sivas
Eylül 2019

KABUL VE ONAY

Üniversite: : Sivas Cumhuriyet Üniversitesi
Enstitü : Sosyal Bilimler Enstitüsü
Ana Bilim Dalı : İşletme Anabilim Dalı
Tezin Başlığı : Çalışma Sermayesi Yönetimi ile İşletme Kârlılığı Arasındaki İlişkinin Analizi;BİST'te Gıda Tütün İçki Sektöründeki Firmalar Üzerine Bir Uygulama
Savunma Tarihi : 08.08.2019
Danışmanı : Dr. Öğr. Üyesi

Unvanı - Adı Soyadı

İmza

Jüri Başkanı : Doç. Dr. Selahattin KOÇ

Üye : Dr. Öğr. Üyesi Mustafa GÜL

Üye : Dr. Öğr. Üyesi Yüksel AYDIN

Oy Birliği



Oy Çokluğu



Deniz DURDU tarafından hazırlanan "Çalışma Sermayesi Yönetimi ile İşletme Kârlılığı Arasındaki İlişkinin Analizi;BİST'te Gıda Tütün İçki Sektöründeki Firmalar Üzerine Bir Uygulama" başlıklı tez, kabul edilmiştir./..../.....

Prof. Dr. Ahmet ŞENGÖNÜL
Enstitü Müdürü

ETİK İLKELERE UYGUNLUK BEYANI

Sivas Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü bünyesinde hazırladığım bu Yüksek Lisans tezinin bizzat tarafımdan ve kendi sözcüklerimle yazılmış orijinal bir çalışma olduğunu ve bu tezde;

1- Çeşitli yazarların çalışmalarından faydalandığımda bu çalışmaların ilgili bölümlerini doğru ve net biçimde göstererek yazarlara açık biçimde atıfta bulunduğumu;

2- Yazdığım metinlerin tamamı ya da sadece bir kısmı, daha önce herhangi bir yerde yayımlanmışsa bunu da açıkça ifade ederek gösterdiğimi;

3- Başkalarına ait alıntılanan tüm verileri (tablo, grafik, şekil vb. de dahil olmak üzere) atıflarla belirttiğimi;

4- Başka yazarların kendi kelimeleriyle alıntıladığım metinlerini, tırnak içerisinde veya farklı dizerek verdiğim yine başka yazarlara ait olup fakat kendi sözcüklerimle ifade ettiğim hususları da istisnasız olarak kaynak göstererek belirttiğimi,

beyan ve bu etik ilkeleri ihlal etmiş olmam halinde bütün sonuçlarına katlanacağımı kabul ederim.

06.09/2019

Deniz DURDU

ÖNSÖZ

Günümüzde kârlılığını devam ettirmek, rekabet üstünlüğü kazanmak ve geleceğe yönelik güçlü adımlar atmak isteyen firmaların, çalışma sermayesini güçlü tutmaları gerekmektedir. Bu noktada çalışma sermayesinin etkin yönetilmesi ile firmaların finansal performansları arasında ilişkinin belirlenmesi piyasa değerini artırmak isteyen firmalar açısından oldukça önemli bir hal almıştır. Pay senetleri BİST’te işlem gören gıda, içki ve tütün sektöründeki 20 firmanın çalışma sermayesi yönetimi ile karlılık performansı arasındaki ilişkinin incelendiği bu tez çalışmasının hazırlanmasında birçok kişinin emeği bulunmaktadır.

Yüksek lisans eğitimim boyunca ve tezimin hazırlanma sürecinde her an desteğini hissettiren, yol gösterici önerilerde bulunan, çözüm odaklı yaklaşımlarıyla tezimi tamamlamam için beni motive eden tez danışmanım sayın Dr. Öğretim Üyesi Yüksel Aydın’a ve ayrıca Dr. Öğretim Üyesi Özcan IŞIK’a teşekkür ederim.

Tez savunması sürecimde yapıcı eleştirileri ile tezimin nihai şeklini almasında katkıda bulunan tez jüri üyeleri sayın Doç. Dr. Selahattin KOÇ ve sayın Dr. Öğretim Üyesi Mustafa GÜL’e verdikleri desteklerden dolayı teşekkür ederim.

Deniz DURDU

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER	i
SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ	iii
TABLO DİZİNİ	v
ŞEKİL DİZİNİ	vii
ÖZET	ix
ABSTRACT	xi
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM	3
ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİ VE ÇALIŞMA SERMAYESİ BİLEŞENLERİ	3
1.1. Çalışma Sermayesi Yönetimi	3
1.2. Çalışma Sermayesi Bileşenleri.....	5
1.2.1. Nakit Yönetimi	6
1.2.2. Alacak Yönetimi.....	10
1.2.3. Stok Yönetimi.....	12
1.2.4. Borç Hesapları Yönetimi	16
İKİNCİ BÖLÜM	19
KARLILIK KAVRAMI VE KARLILIK ORANLARI	19
2.1. Karlılık Kavramı	19
2.2. Karlılık Oranları	21
2.2.1. Kar Marjı	22
2.2.1.1. Brüt Kar Marjı.....	22
2.2.1.2. Faaliyet Kar Marjı.....	22
2.2.1.3. Net Kar Marjı.....	22
2.2.2. Yatırım Getirisi.....	23
2.2.2.1. Aktif Karlılık.....	24
2.2.2.2. Özkaynak Karlılığı.....	25
2.2.2.3. Yatırılan Sermayenin Getirisi	26
2.2.3. Ekonomik Katma Değer	26

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM	29
BİST’TE FAALİYET GÖSTEREN FİRMALARDA ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİ İLE KARLILIK ARASINDAKİ İLİŞKİ ÜZERİNE UYGULAMA	29
3.1. Çalışmanın Amacı	29
3.2. Çalışmanın Hedefleri.....	29
3.3. Çalışmanın Önemi.....	29
3.4. Çalışmanın Kısıtları.....	30
3.5. Çalışma Sermayesi Bileşenleri ile Karlılık Performansı Arasındaki İlişkilerin Tespit Edilmesine Yönelik Mevcut Çalışmalar	30
3.6. Analiz	39
3.6.1. Veri Seti ve Tanımlayıcı İstatistikler.....	39
3.6.2. Model.....	41
3.6.3. Yöntem	41
3.6.4. Çoklu Doğrusal Bağlantının Araştırılması	42
3.6.5. Birimler Arası Korelasyonun Test Edilmesi.....	43
3.6.6. Panel Birim Kök Testleri	43
3.6.7. Panel Veri Tahmin Sonuçları.....	44
SONUÇ.....	49
KAYNAKÇA	53
ÖZGEÇMİŞ.....	63

SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ

AGE	:	Firma Yaşı
AKK	:	Aktif Kârlılığı
ALTAS	:	Alacak Tahsil Süresi
ANOVA	:	Varyans Analizi
AT	:	Varlık Devir Hızı
BKM	:	Brüt Kâr Marjı
BÖS	:	Borç Ödeme Süresi
CR	:	Cari Oran
DAP	:	Borç Ödeme Hızı
DAR	:	Alacak Devir Hızı
DFL	:	Finansal Kaldıraç Oranı
DIO	:	Stok Getiri Hızı
DOL	:	Faaliyet Kaldırıcı
DR	:	Borç Oranı
EOQ	:	Ekonomik Sipariş Miktarı
EPS	:	Hisse Başına Kazanç
EVA	:	Ekonomik Katma Değer
FVÖK	:	Faiz ve Vergi Öncesi Kar
GROWTH	:	Büyüme
GSYH	:	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IC (CE)	:	Yatırılan Sermaye (Kullanılan Sermaye)
LEV	:	Kaldıraç Oranı
LOS	:	Satış Hızı
MVA	:	Pazar Katma Değeri
NADÖS	:	Nakit Dönüşüm Süresi
NKM	:	Net Kâr Marjı
NOP	:	Net Faaliyet Karı
NOPAT	:	Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı
NPV	:	Net Bugünkü Değer
NTC	:	Net Ticaret Döngüsü
OPM	:	Faaliyet Kar Marjı

OTAS	:	Ortalama Tahsil Süresi
ÖK	:	Özkaynak Kârlılık
PDP	:	Borç Erteleme Süresi
PTR	:	Ticari Borçlar Devir Hızı Oranı
ROCE	:	Kullanılan Sermayenin Getirisi
ROI	:	Yatırım Getirisi
ROIC	:	Yatırılan Sermayenin Getirisi
RONA	:	Net Aktif Karlılık
ROS	:	Satışların Getirisi
ROSF	:	Hissedar Fonlarının Getirisi
SDES	:	Stok Devir Süresi
SDS	:	Stok Devir Hızı
SIZE	:	Firma Büyüklüğü
SMM	:	Satılan Malın Maliyeti
TAKK	:	Toplam Aktif Karlılık
TSR	:	Toplam Hissedar Getirisi
VAFÖK	:	Vergi, Amortisman ve Faiz Öncesi Kâr
WACC	:	Firmanın Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
WAC	:	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
WCM	:	Çalışma Sermayesi Yönetimi

TABLO DİZİNİ

Tablo 1. Literatür Özeti	31
Tablo 2. Araştırma Kapsamında İncelenen Firmalar	39
Tablo 3. Analizde Kullanılan Değişkenler	40
Tablo 4. Analizde Kullanılan Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler	41
Tablo 5. Korelasyon Matrisi.....	42
Tablo 6. Pesaran CD (2004)'ın Birimler Arası Korelasyon Test Sonuçları	43
Tablo 7. Harris-Tzavalis ve Levin-Lin-Chu Panel Birim Kök Testi Sonuçları	44
Tablo 8. ATS İçin Tahmin Sonuçları (Model I).....	45
Tablo 9. STS İçin Tahmin Sonuçları (Model II)	46
Tablo 10. TBDS İçin Tahmin Sonuçları (Model III)	47
Tablo 11. NDS İçin Tahmin Sonuçları (Model VI)	48



ŞEKİL DİZİNİ

Şekil 1: Ekonomik Sipariş Miktarı	14
--	----





ÖZET

Bu çalışmada, 2005-2017 yıllarını kapsayan dönemde BİST gıda, içki ve tütün sektöründe faaliyette bulunan firmaların çalışma sermayesi yönetiminin kârlılık performansı üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Araştırmada çalışma sermayesi yönetiminin bileşenleri; stokta tutma süresi, alacakların tahsil süresi, ticari borçları ödeme süresi ve nakit dönüşüm süresi ile temsil edilirken karlılık performansı ise brüt satış karlılığı ile temsil edilmiştir.

Analiz kapsamında çalışma sermayesi yönetiminin karlılık üzerindeki etkisini incelemek için panel veri regresyon analizi kullanılmıştır. Analiz sonucunda brüt satış kârlılığı değişkeninin alacak tahsil süresi, stokta tutma süresi, ticari borçları ödeme süresi ve nakit dönüş süresi gibi değişkenlerden negatif yönde etkilendiği tespit edilmiştir. Ancak, tespit edilen negatif ilişkiler sadece stokta tutma süresi ve nakit dönüş süresi gibi değişkenler için geçerlidir.

Anahtar Sözcükler: Çalışma Sermayesi Yönetimi, Karlılık, Panel Veri Analizi, BİST Gıda İçki ve Tütün Sektörü, Türkiye.

ABSTRACT

In this study, the effect of working capital management on profitability performance of BIST food, beverage and tobacco firms for a period of 2005-2017 is analyzed. The components of working capital management in the study are represented by inventory conversion period, accounts receivable collection period, accounts payable period and cash conversion cycle, while profitability performance is represented by gross sales profitability.

In the scope of analysis, panel data regression analysis is employed to analyze the effect of working capital management on profitability. As a result of the analysis, it is found that the gross sales profitability variable is negatively affected by the variables such as inventory conversion period, accounts receivable collection period, accounts payable period and cash conversion cycle. However, the negative relationships detected are only valid for variables such as inventory conversion period and cash conversion cycle.

Keywords: Working Capital Management, Profitability, Panel Data Analysis, BIST Food Beverage And Tobacco Sector, Turkey.



GİRİŞ

İşletmelerin hammadde alımından satışa kadar tüm faaliyetlerini ve karar mekanizmalarını, diğer bir ifade ile var oluşlarını etkileyen, dönen varlık ve bunların finansmanı olan kısa vadeli yabancı kaynak unsurlarından oluşan çalışma sermayesi, akademik çalışmalar içerisinde sürekli güncelliğini koruyan, hakkında birçok çalışma yapılmış ve yapılmakta olan bir konudur. İşletmelerde gerek faaliyetlerin sorunsuz şekilde devamlılığı gerekse büyüme ve yatırımlar için ihtiyaç duyulan uzun vadeli finansman kaynağı bulma sorunu vb. birçok neden, çalışma sermayesi yönetimini (özellikle küçük ve orta ölçekli işletmeler için) üzerinde durulması gereken bir husus yapmaktadır.

Bünyesinde en çok bir yıl vadeli olan kısa sürede paraya dönüştürülebilme özelliğine sahip unsurları barındırsa da çalışma sermayesi uzun vadeli yatırımların etkinliği ve başarısı açısından da önemlidir. Azlığı işletmelerin ani ya da olağanüstü ihtiyaçlar, yatırım fırsatları, borç ödeme ve özellikle günlük faaliyetler gibi pek çok konuda sıkıntı yaşamasına neden olurken, gereğinden fazla olması ise kaynakların atıl kalması, yapılacak yatırımların getirisinin düşmesi, finansman maliyetinin artması gibi sorunlara yol açmaktadır. Bu yüzden önemli olan çalışma sermayesinin optimizasyonunu sağlayabilmektir.

Bir işletmenin bütününe ilgilendiren çalışma sermayesini etkileyen, işletme içi (müdahale edilebilen, üzerinde kontrol sağlanabilen) ve işletme dışı (işletmeden bağımsız, müdahale edilemeyen) faktörler bulunmaktadır. Çalışma sermayesinin etkinliği ve optimizasyonu için bileşenlerinin iyi analiz edilmesi gerekmektedir. Çalışmada da bu konudan yola çıkılarak öncelikle, çalışma sermayesini etkileyen değişkenlerin tespit edilmesi amaçlanmıştır.

İşletmelerin nihai amacı olan piyasa değerlerinin en üst seviyede olması konusunda en önemli unsur varlıklarını karlılık sağlayarak devam ettirebilmek olduğu için, çalışma sermayesi yönetimi ile finansal performans arasındaki ilişkinin de incelenmesi gereklidir. Yüksek oranda çalışma sermayesi likidite riskini ve karlılığı azaltmaktadır. Düşük oranda çalışma sermayesi ise finansal açıdan işletme üzerindeki baskıyı arttırmakla birlikte karlılık seviyesini de arttırabilmektedir. Kısaca

Çalışma sermayesi, karlılık ve likiditeye ek olarak risk durumunu da etkilemektedir. Yapılan literatür incelemesinde, bu ilişki ile ilgili yapılmış ve halen yapılmakta olan çalışmalar olduğu da tespit edilmiştir.

Küresel bakış açısıyla, imalat endüstrileri, ülkelerin ekonomik kalkınması ve büyümenin zayıf ekonomiden güçlü ya da gelişmiş ekonomiye ulaşması için en önemli unsur olarak kabul edilmektedir. İmalat sektörünün Türkiye ekonomisinde önemli bir role sahip olduğu incelenen literatür kapsamında ortaya çıkmaktadır. Ancak, likidite sorunları ve kötü yönetim gibi imalat sektörünün karşı karşıya kaldığı birçok firmanın çöküşüne yol açan bazı zorluklar vardır. Tüm bu zorluklar değerlendirilerek çalışmanın problemi daha ayrıntılı olarak açıklanmaktadır.

Bu alışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde çalışma sermayesi yönetimi ve çalışma sermayesi bileşenleri detaylı bir biçimde ele alınırken ikinci bölümde karlılık kavramına ve literatürde sıklıkla kullanılan karlılık oranlarına değinilmiştir. Son bölümde ise çalışmanın amacı, hedefi, önemi, kısıtları, literatür incelemesi, çalışmanın veri seti, ekonometrik model ve tahmin sonuçları ele alınmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİ VE ÇALIŞMA SERMAYESİ BİLEŞENLERİ

1.1. Çalışma Sermayesi Yönetimi

Çalışma sermayesi kavramı, farklı yöntem ve görüşler kullanan çeşitli araştırmacılar tarafından gözden geçirilmiş ve açıklanmıştır. Finansal literatürde, çalışma sermayesinin yaygın olarak kabul edilen tanımı, şirketin kısa vadeli borçlarından (ödenecek hesaplar ve kısa vadeli borçlar) mahsup edilen mevcut varlıklarıdır (stoklar, alacak hesapları, nakit ve kısa vadeli kredi). Çalışma sermayesi, devam eden iş, mamul mal, hesap alacakları ve nakit gibi faaliyetlere sahip firmalara olan yatırımları ifade eder; dolayısıyla işletme sermayesi, firmanın verimliliğini ölçen ticari organizasyonun can damarı ve sinir merkezi sayılır ve firmaların kısa vadeli finansal desteğidir (Okka 2006: 85; Ercan, Ban 2010: 275-277; Nimalathanan 2010: 76-77; Çakır, Küçük Kaplan 2012: 80; Uçkun 2012: 139-140).

Firmalar tarafından sahip olunan tüm varlıklar uzun vadeli varlıklar ve kısa vadeli varlıklar olarak adlandırılan iki ana kategoriye ayrılır, uzun vadeli varlıklar, söz konusu tesis ve teçhizatla birden fazla finansal yıl için hizmet verirken, kısa vadeli varlıklar, nakit, stoklar ve alacak hesapları gibi bir finansal yıla sahip varlıklarla sınırlandırılır ve bunlar çalışma sermayesi olarak adlandırılır (Okka 2006: 85-86; Shah, Sana 2006: 301; Atmaca 2016: 634).

Finansal yönetimde, yöneticiler tarafından alınan yatırım kararları iki ana kategoriye ayrılır; uzun vadeli yatırım kararları ve kısa vadeli yatırım kararları. Uzun vadeli yatırım kararları, esas olarak arazi, makineler, binalar gibi sabit varlıkların yatırımını ilgilendiren kısa vadeli yatırım kararları kısa vadeli varlıkların yatırımına yoğunlaşan ve çalışma sermayesi yönetimi olarak bilinen sermaye bütçelemesidir.

Çalışma sermayesi yönetimi, finans literatüründe yeni olmamakla beraber bir dizi gelişim aşamasından geçmiştir. Bu aşamalarda, yöneticiler ve akademisyenler, çalışma sermayesi bileşenleri üzerine yönetimin en iyi yolunu analiz etmek için ortak çalışmalar yürütmüşlerdir. Bu iş birliği sırasında yöneticiler sorun sağlayıcılar gibi

davranırken, akademisyenler onların çözüm bulucuları olmuştur (Darun, Roudaki ve Radford 2015: 987).

Çalışma sermayesi bileşenlerinin (cari varlıklar ve kısa vadeli borçlar) yönetimine ilişkin kararlar, çalışma sermayesi yönetimi olarak kabul edilir. Bu nedenle, firmaların faaliyetleri ancak etkin çalışma sermayesi yönetimi ile sağlanabilir ve sonuç olarak hissedarlar kâr sağlayabilir ve büyümelerini arttırabilirler (Uyar 2009: 186; Muscettola 2014: 25). Genel olarak, etkin bir çalışma sermayesi yönetiminin, işletme faaliyetlerinin genel performansına önemli ölçüde olumlu katkı sağlamasının yanı sıra, işletme sahiplerinin kısa vadeli borçların vadesi geldiğinden ve mevcut varlıklara gereksiz yatırım yapmaktan kaçınmalarından şirketteki yatırımlarının değerini artırması beklenir. (Eljelly 2004: 1 Zakari, Saidu 2016: 342).

Harsh'e göre (2014: 53) çalışma sermayesi yönetimi ile firmaların sorunsuz çalışabilmelerini ve şirketin hedeflerinin iki paralelini yerine getirmelerini sağlayan likidite ve karlılık gibi yeterli işletme sermayesi bileşenlerinin korunması ifade edilmektedir.

Akın ve Eser'e (2014) göre çalışma sermayesi yönetimi, mevcut varlıkların ve kısa vadeli borçların yatırım seviyesini en verimli şekilde kontrol etmek ve denetlemek amacıyla yönetilen faaliyetler bütünüdür.

Çalışma sermayesi yönetimi, optimal düzeyde nakit, alacaklar, borçlar ve stokların doğru yönetilmesini tanımlamaktadır; etkin bir stratejik yönetiminin uygulanması, firmaların genel gelirlerini geliştirdiğine ve daha sonra nakit, stoklar ve kısa vadeli borçları karşılayamama riskini azalttığına inanılmaktadır (Nimalathanan 2010).

Çalışma sermayesi yönetimi, işletme finansmanı sektörünün karlılığını doğrudan etkilediği için işletme finansmanının çok önemli bir bileşenidir; çalışma sermayesinin etkin yönetimi, bir işletmenin başarısı için ön koşullardan biridir. Bu nedenle, çalışma sermayesinin nasıl yönetileceği, şirketin gelecekteki yönüne, (firma faaliyetinin başarısızlığına işaret eden yanlış ya da firmanın refahı için doğru yönde

olup olmadığına) karar verir (Şahin 2011: 124-125; Aygün 2012: 215; Karaca, Kanişlı 2015: 94).

İşletmeler için pazardaki rekabet, yenilik ve teknolojinin sürekli olarak çok hızlı değişmesi nedeniyle çok kritik bir nokta haline gelmiştir. Bu nedenle, çalışma sermayesinin yönetimi verimli bir şekilde yapılmalıdır, çünkü etkin bir çalışma sermayesi yönetiminin, şirket sahiplerinin firmaya yaptığı yatırımın değerini maksimize etmek için genel kurumsal stratejiye olumlu katkı yapması beklenir. Verimli bir çalışma sermayesi yönetimi ve likidite sayesinde bir firma, vadesi geldiğinde kısa vadeli borçları karşılayamama riskini ortadan kaldırabilir ve mevcut varlıklara aşırı yatırım yapmaktan kaçınabilir (Eljelly 2004: 48; Akbulut 2011: 196).

Aygün (2012: 215), çalışma sermayesi yönetiminin, cari varlıkları, cari borçları ve aralarındaki ilişkiyi yönetme girişimlerinde ortaya çıkan problemlerle ilgilendiğini ileri sürmektedir. Çalışma sermayesi yönetiminin amacı, şirketin mevcut varlık ve yükümlülüklerini, işletmede tatmin edici işletme sermayesi seviyesini koruyacak şekilde yönetmektir.

İmalat firmaları açısından çalışma sermayesi yönetimi, imalat firmalarının üretim için tek gelir kaynağı olarak kabul edilir, çünkü toplam varlıkların yarısından fazlası çalışama sermayesi olarak kabul edilir, bu nedenle, uygun çalışma sermayesi yönetimi, karlılığı büyük olasılıkla arttıracak ve piyasadaki şirketin varlığını sürdürecektir olan satış hacmini artırmak için kullanılacaktır (Karaca, Kanişlı 2015: 94).

1.2. Çalışma Sermayesi Bileşenleri

Basit ve anlaşılabilir bir ifadeyle, çalışma sermayesi iki bilançoda birleştirilmiş bölümler arasındaki aritmetik farktır: cari varlıklar ve cari borçlar; her ikisi de örneğin *menkul kıymetler için nakit hesaplar ve kısa vadeli yatırımlar*: bu hesaplar eldeki ve banka hesaplarındaki nakit olarak etiketlenir ve yönetimin kullanabileceği menkul kıymetler olan kısa vadeli yatırımlar hızlı getiri elde eder. *Alacak hesapları*: bu, müşterilerin bir yıl içinde silinmesi beklenen tüm kredi satışlarını içeren bir cari varlık kategorisidir. *Stok*: Hammaddelerin, işlemdeki işlerin (kısmen imal edilmiş ve monte edilmiş) ve mamullerin bir kombinasyonudur,

Borçlar: Ödenecek hesaplar, belirli bir tarihte mal veya hizmet alımı için alacaklılara borçlu olunan tutarları temsil eder. *Diğer çalışma sermayesi hesapları:* Peşin ödenmiş giderler ve tahakkuk eden giderler genellikle bilançolarda ortaya çıkar (Sagner 2011: 3).

Finansmanda, çalışma sermayesi kavramı, brüt çalışma sermayesi ve net çalışma sermayesi gibi farklı terimler kullanılarak tanımlanır. Bir yıllık kullanılabilir ömre sahip varlıklar brüt sermaye olarak adlandırılırken, net çalışma sermayesi cari varlıklar ile cari borçlar arasındaki farktır. Firmalar, likidite sorunlarına neden olabileceği için düşük net çalışma sermayesine sahip olmaktan kaçınmalıdır.

Atarere (2016: 56), çalışma sermayesinin beş kavram olarak tanımlanabileceğini ileri sürmüştür. Bunlar brüt çalışma sermayesi, net çalışma sermayesi, kalıcı, geçici ve negatif çalışma sermayesi kavramlarıdır. Brüt çalışma sermayesi, şirketin nakit, kısa vadeli menkul kıymetler, alacak hesapları, alacak faturaları ve stoklar gibi yıl içinde nakit olarak dönüştürülebilen toplam aktif yatırımlarını ifade eder. Net çalışma sermayesi, cari yükümlülükler üzerinde duran varlıkların fazlalığı olarak kabul edilir. Sürekli çalışma sermayesi, her zaman gerekli olan tüm cari varlıklara minimum yatırım miktarı olarak kabul edilir. Öte yandan, geçici çalışma sermayesi, zaman zaman iş faaliyetleri temelinde dalgalanmaya devam eden bu tür çalışma sermayesinin miktarı ile ilgilenir. Kısa vadeli borçların kısa vadeli varlıkları aşması durumu ise negatif çalışma sermayesi olarak kabul edilir, bu durum firmaların finansal krizlerini belirtmektedir.

1.2.1. Nakit Yönetimi

Nakit yönetimi, işletme sermayesi bileşenlerinde hassas kalemlerin bir parçasıdır ve hem ticari faaliyetlerin kısa vadeli ihtiyaçlarını hem de ticari faaliyetlerin uzun vadeli yatırımlarını kolaylaştırmak için nakit hareketini (giriş ve çıkış) yönetme süreci olarak kabul edilir. Nakit yönetimi, likiditeyi optimize etmek ve firmanın yatırımlarını ve aynı zamanda hissedar değerini artırmak için para hareketidir (Ercan, Ban 2010: 288; Güzel 2013: 272; Karaca, Kanışlı 2015: 104).

Leon'a göre (2013), nakit sadece işletme sermayesi unsuruyla sınırlı değil, firmanın tüm finansal faaliyetlerini bir değişim aracı olarak birleştiren köprüdür. Bu

nedenle yönetimi, büyüklüğüne bakılmaksızın tüm ticari faaliyetlerde büyük bir rol oynamaktadır.

Makori ve Jagongo'ya göre (2013: 1-3), nakit yönetiminin temel amacı, firmanın nakit hareketinin uygun şekilde kullanılmasıdır. Nakit yönetiminin temel işlevlerini üç alanda özetlemiştir:

- 1) Boşta nakit ödemenin kaldırılması,
- 2) Zamanında mevduat tahsilatı
- 3) İhtiyaç duyuldukça nakit para ödenmesi

İyi nakit yönetimi prosedürlerinin elde edilmesi, firmaların iç kontrol sistemlerini iyileştirmelerini, nakit bütçelemelerini kolaylaştırmalarını ve nakit kıtlığı olasılığını azaltmalarını sağlayacaktır.

Nakit yönetimi politikaları ve prosedürlerinin temel önemi ve genel amacı, firmaların etkili bir şekilde faaliyet göstermek için kullanabilecekleri en iyi nakit seviyesini korumak ve nakit sıkıntısı veya fazla parayı korumak gibi nakit sorunlarından kaçınmaktır. Nakit yetersizliği, firmaların borç yükümlülüklerini yerine getirememelerine ve operasyonlar için gerekli masrafların ödenmemesine sebep olur. Örneğin, Olubukunola, Uwalomwa ve Egbide (2012: 50) tarafından bildirildiği gibi "Nijerya'da, kâğıt üzerinde karlı olan birçok kuruluş, vadesi geldiğinde kısa vadeli borçlarını karşılayamama nedeniyle kapanmaya zorlanmaktadır". Bu nedenle, ayakta kalmak için, işletmelerin nakit seviyelerini etkin bir şekilde yönetmeleri kaçınılmazdır.

Oluoch ise (2016: 2), KOBİ'lerin ulusal ekonominin bel kemiği olarak kabul edildiğini, ancak zayıf finansal yönetim nedeniyle, tüm potansiyellerini ve istekli işletme üretkenliklerini gerçekleştiremediklerini iddia etmektedir.

Nakit yönetimi politikaları, firmaların faaliyeti bozabilecek yetersiz nakitten kaçınmalarını sağlarken, aşırı nakit, işletme kârlılığına hiçbir katkı sağlamayan boş varlıklar yaratır. Çünkü fazla nakit tutmak, işletmelerin gelir elde etmek için kaynaklarının yetersiz kullanıldığını gösterdiğinden ve bu da fırsat maliyeti yarattığından işletmeler için bir zorluktur. Bu nedenle, işletme yönetimi ekibinin,

şirketin ve hissedarlarının kârlılık performansını artırabilecek hisse alımları ve satın alımlar gibi fazla miktarda yatırım yapması çok önemlidir.

Nakit, işletmenin kısa vadeli veya uzun vadeli hedefler gibi faaliyetlerini kolaylaştıran birincil varlık kaynağı olarak kabul edilir. California'daki San Mateo Koleji, birçok şirketin üretim nedeniyle değil, nakit yönetimi nedeniyle gelir faaliyetlerini sürdürmekte zorlandıklarını iddia etmektedir. Nakit yönetimi ile şirketlerinin aşağıdaki beş temel ilkesinin uygulanmasının karlılık performanslarını artırabileceği söz konusudur.

- 1) Ortalama tahsil süresinin azaltılması
- 2) Stok seviyeleri yönetimi
- 3) Ortalama ödeme süresi planının arttırılması
- 4) Giderlerin azaltılması
- 5) Karlı projelere fazla yatırım yapılması

Nakit Dönüşüm Süresi (NADÖS), aynı zamanda, hammadde alımı için yapılan ödemelerden ürünlerin imalatına kadar geçen sürenin, ürünün satışı ile ilişkili alacak hesaplarının tahsil edilmesine kadar süresinin uzunluğunu belirlediği için de bir nakit yönetimi stratejisi olarak kabul edilir. Nakit Dönüşüm Süresi, Stok Devir Süresi ve Alacak Tahsil Süresinin toplamı eklenerek ve tedarikçilere yapılan ödeme erteleme süresi çıkarılarak bulunur (Okka 2006: 92).

Muscettola (2014: 8), Nakit Dönüşüm Süresinin, imalat şirketlerinin işletme sermayesini nasıl kullandıklarını analiz etmek için güçlü bir araç olarak ortaya koyduğunu savunmuştur. Çünkü Nakit Dönüşüm Süresi bir işletme kuruluşunun borçları karşılama ve alacakların yanı sıra stok dönüştürme süresinin kabiliyetini göstermektedir. Bu, diğer tüm çalışma sermayesi yönetimine ilişkin bileşenlerin, hesaplama unsurları, Stok Devir Süresi, Alacak Tahsil Süresi ve Borç Ödeme Süresini içerdiğinden Nakit Dönüşüm Süresi formülü kapsamında olduğu açıkça belirtilmektedir. Formül aşağıdaki gibidir (Atmaca 2016: 641);

$$\text{Nakit Dönüşüm Süresi} = \text{SDES} + \text{ALTAS} - \text{BÖS}$$

Buna karşılık:

SDES: Stok Devir Süresi

ALTAS: Alacak Tahsil Süresi

BÖS: Borç Ödeme Süresi

Nakit Dönüşüm Süresinde kullanılan bileşenleri belirlemek için kullanılan alt formül aşağıdaki gibidir;

$$\text{Stok Devir Süresi} = \frac{\text{Stok}}{\text{Satışların Maliyeti}} \times 360$$

$$\text{Alacak Tahsil Süresi} = \frac{\text{Alacak Hesapları}}{\text{Toplam Satış}} \times 360$$

$$\text{Borç Ödeme Süresi} = \frac{\text{Toplam Borç}}{\text{Satılan Malın Maliyeti}} \times 360$$

Nakit Dönüşüm Süresi bileşenlerinin yönetimi, (Stok Devir Süresi, Alacak Tahsil Süresi ve Borç Ödeme Süresi) işletmelerin kârlı kalmasına yardımcı olurken, yanlış yönetilmesi ticari faaliyetlerde başarısızlığa yol açmaktadır.

Bu, finansal yöneticilerin kuruluşun kazancına bağlı olan ve firmanın nakit sistemini nasıl ele aldığına dair dikkat çekici bir ayrıntıdır. Ayrıca bir firmanın parasını başarılı bir şekilde yönetmesi durumunda, diğer işletme sermayesi yönetimi bileşenlerinin muhtemelen aynı yöne karşılık geleceği anlamına gelir; bu, nakit yönetiminin önemli aşamasını gösterir. Bu nedenle, nakit yönetiminin ticari faaliyetlerde önemli bir rol oynadığı ya da firmanın faaliyeti ile ilgili tüm kararları alırken dikkate alınması gerektiği yadsınamaz, aksi halde masraflara sebep olacaktır.

Yücel ve Kurt'a göre (2002: 2), şirketlerin özellikle ekonomik kriz ortamında iç ve dış pazarlarda karşılaştığı rekabet koşulları, nakit yönetiminin ve likidite kontrolünün önemi artar ve şirketlerin uzun vadeli yatırımları en aza indirerek veya erteleyerek ekonomik durgunluk yaşayabilmelerinden dolayı bu, dikkat edilmesi gereken bir durumdur. Ancak, firmalar işletme sermayesi yönetimine dikkat

etmezlerse, tüm faaliyetlerini durdurmaya gidebilirler. Verimli nakit yönetimi optimum nakit seviyelerini korumak için firmalar tarafından gerekli nakit miktarını belirlemek için zaruridir.

Gelişmekte olan ülkelerdeki (Nijerya, Güney Afrika ve Kenya gibi) pek çok firma kâr yetersizliğinden değil, zayıf nakit yönetim sisteminden dolayı başarısız olduklarından, nakit akışı yönetimi iş dünyasının sürdürülebilirliği ve karlılığını büyük ölçüde etkilemektedir.

Peavler (2016), başarısız işletmeler üzerinde yapılan anketlerin, başarısızlığın %60'ının kâr marjından değil nakit akışından geldiğini ve dolayısıyla nakit yönetiminin işletmelerin başarısını belirleyen kilit faktörlerden biri olarak kabul edildiğini gösterdiğini belirtmiştir.

1.2.2. Alacak Yönetimi

Günümüzün rekabetçi pazarında, kredi satışları müşterileri çekmek ve gelirleri artırmak için kaçınılmaz bir araç haline gelmiştir; Aksi takdirde, hiçbir işletme hem iç hem de uluslararası pazarda rekabet açısından güçlü kalamaz. Ancak, kredi satışlarının yarattığı kötü borçları önlemek için alacak yönetimine ilişkin kurallar ve politikalar bulunmalıdır (Firmalar, belirli müşteri gruplarına ne kadar kredi verileceğini açıkça belirten politikalar uygulamalı mı? Uzatılacak kredinin şartları nelerdir? Faturalar için standart ödeme süresi kaç gün olmalı?). Aksi takdirde, alacakların yanlış yönetilmesi tahsil edilemeyen alacaklar yaratabilir ve bu da şirketlerin karlılık performansını etkileyebilir (Okka 2006: 97; Ercan, Ban 2010: 294; Güzel 2013:283; Karaca, Kanışlı 2015: 108).

Duru, Ekwe ve Okpe'ye göre (2014: 2), firmanın kredi politikası ve tahsilat prosedürü, ödeme gecikmelerini azaltmak ve ortadan kaldırmak için ödenmemiş kredi satışlarının tahsiline ilişkin çerçeveyi verdikleri için alacak yönetimi kriterlerini belirlemektedir. Şirketler tahsilat süresini mümkün olduğunca kısaltmayı başarırlarsa, işletmenin gelir elde etmek için diğer alanlara yatırım yapmak için kullanabileceğinden daha fazla paraya sahip olması daha iyi olurken, uzun tahsil süresi, geçici şüpheli borçları ve kötü borçları artıran kötü tahsilat yönetimine işaret edebilir. Bu nedenle, alacak tahsilât yönetiminin genel amacı, müşteri ödeme süresini

en aza indirmek ve karlılık performansını düşürebilecek gereksiz harcamaları önlemek için kötü borçları azaltmaktır.

Gorodutse, Ali ve Ali (2016: 3), şirketin finans yöneticisi, müşterilerin yükümlülüklerini yerine getirme yeteneklerini gözetmeden nakit tahsil etmeye odaklanırsa, alacakların tahsil edilebilir yönetim yaklaşımının şirketin kârlılık performansını etkileyeceğini belirtmiştir. Erken ödeme için müşterilerden kısa vadeli tahsilatlar şirket için iyi olabilir, ancak müşteriler ile firma arasındaki uzun vadeli ilişkiyi olumsuz etkileyebilir. Böylece müşteriler, müşterinin ödeme planına uygun olan süreyi belirleyebilecek rakiplere yönelebilirler. Müşteriler azaldıkça karlılık seviyelerinin yanı sıra otomatik olarak satış hacmi de azalacaktır. Bu nedenle, tahsilat politikaları ve prosedürleri hem müşterinin durumunu hem de firmayı desteklemeli ve böylece satış hacminden ödün vermemelidir.

Alacak hesaplarının, kredi satış sistemi altında satış kapasitesini en üst seviyeye çıkarabilen tek işletme sermayesi bileşeni olduğu varsayımı yaygındır. Bu nedenle, bu varsayımın geçerliliği, alacak yönetim sistemi için, özellikle kredi kontrol sistemi için, kredi kontrolü işletme sermayesi yönetimi açısından kilit rol oynar. Bu nedenle, işletme yöneticilerinin, yapılan satışların büyük bir kısmının masrafa dönüşmemesini sağlamak için gerekli korumalarla sağlanan kredi satışları yoluyla büyük satış hacmini markalamaları her zaman yararlıdır, tahsil edilemeyen alacakları azaltırken satışları artırmak için aşağıdaki hesapların alacak kontrol prosedürlerinin uygulanmasını vurgulamıştır (Berk 2012: 169-174):

- Potansiyel müşteriler kredi satışları talep ettikleri zaman, hakemlerden tercihen bankacılarını ve tedarikçilerini değerlendirme amacıyla kredibilite derecelerini sağlamak için bir tarama süreci olmalıdır.
- Finansal tabloların likidite oranlarını ve genel varlık ve borçların değerlendirilmesini analiz etme zorunluluğu (en az 5 yıl).
- Değerlendirme sonuçlarına göre karar verilmesi (Olumlu sonuçların müşteriler için bir kredi limiti belirlediği ve önceden belirlenmiş limitin üzerine çıkmasından kaçınılması durumunda)
- Önceden belirlenmiş kredi limiti kolayca uzatılmamalıdır.

- Uygun bir dokümantasyon süreci olmalı.

Firmalar alacakların optimal hesap seviyelerini kontrol etmek için politikalar oluştururken, alacakların finansmanını, tahsilatını, kötü borç olasılığını ve uzatma planlarını, böylece satış hacminin alacak hesaplarına daha fazla harcama yapmaksızın arttırılmasının maliyetlerini göz önünde bulundurmamayı unutmamalıdır.

Brealey, Myers ve Marcus (2003: 512), firmaların kredi şartları ve koşulları, esas olarak, firmaların müşterilerine teklif vermek için tahsis ettikleri alacakların hesap seviyelerini, alacakların uygun seviyedeki hesapların korunmasını, satış hacmini artırma eğiliminde olduğunu belirtmişlerdir. Firmalar, yalnızca tahsilat maliyetleri ve geçici kötü borçlar ile ilgili riskleri göz önüne alarak alacakları çok fazla kısıtlamaya odaklanmamalıdır.

1.2.3. Stok Yönetimi

Boyutları ve niteliklerine bakılmaksızın, özellikle imalatçı firmalar için tüm işletmeler için stok yönetimi gereklidir, çünkü stok, motorlar için yakıt gibidir, eğer motorun büyüklüğü ve maliyeti ne olursa olsun yakıtı yoksa, herhangi bir görevi yerine getiremez, Aynı durum firma stoku için de geçerlidir. Stok yönetimi temel olarak hammadde koordinasyonu, devam etmekte olan işler ve tamamlanmış ürünleri içermektedir. Bu nedenle, firmaların üretkenliği ve karlılığının yanı sıra kısa vadeli ödeme olanaklarını da etkilediği için stok yönetiminin imalat faaliyetleri için hayati önem taşıdığı çok açıktır (Okka 2006: 108; Ercan, Ban 2010: 305; Güzel 2013:292).

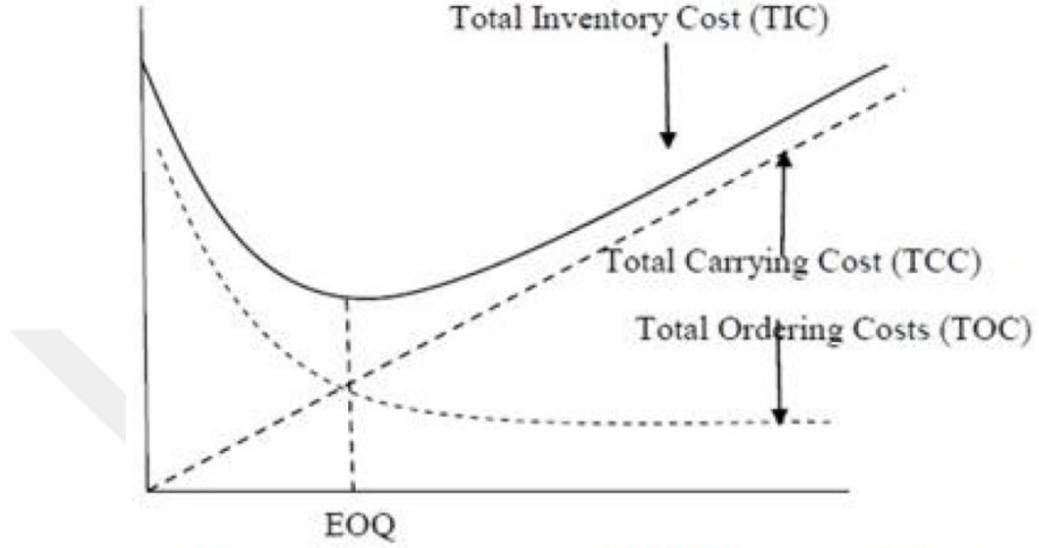
Sagner'a göre (2011: 124), stok seviyesinin en aza indirilmesini hedefleyen stok yönetim sistemi, gerekli tüm hammaddelerin ve ilgili diğer parçaların ihtiyaç duyulduğu durumlarda satın alındığı JIT sistemini (tam zamanında) benimsemeye başladıklarında, işletmelerin temel amacı haline gelmiştir. JIT sistemi, herhangi bir stok fazlasını, kaynakların ve maliyetlerin israfı olarak kabul eder, böylece gereksiz masraflara neden olmamak için elimine edilmelidir. Bununla birlikte, JIT yaklaşımının uygulanması, üretim sürecindeki tüm malzemelerin satın alma ve teslimat zamanlarının zamanında olmasını sağlayan yüksek kalite kontrol sistemi gerektirir.

Douissaa ve Jabeurb (2016: 550), ABC yaklaşımını, tüm stokları A, B ve C kategorileri olarak adlandırılan, üç ana kategoride sınıflandıran ve en yaygın kullanılan stok yönetim sistemleri arasında kabul etmektedir. Bu sınıflandırma, tüketimin ve kullanılabilirliğin katılımındaki genel performansa dayanmaktadır. Birinci kategori A, stokların %5 - %10'unu oluşturan, ancak yıllık tüketimin %70 - %80'ini oluşturan en önemli kalemleri oluşturmaktadır. İkinci kategori B olarak etiketlenmiştir. Ürünlerde ılımlı bir rolü vardır ve yıllık tüketimin % 15-25'ini alırken, ürünlerin %50 - %70'ini içerir. Son kategori ise tüketim oranındaki en düşük puana sahip C'dir. Bu tekniğin temel amacı, her bir kategori için kullanılması gereken stok kalemlerini belirlemek için stokları etkili bir şekilde kontrol etmektir. Bu, firmaların stok maliyetlerini minimum seviyeye kadar kontrol etmelerine yardımcı olacaktır.

Preve ve Sarria-Allende (2010: 86), firmalar tarafından kullanılan stok yönetim sisteminin, firmaların niteliğine bağlı olduğunu (örneğin imalat firmaları, perakende firmalar ve hizmet firmaları) belirtmiştir. Bu yüzden, benimsenen stok yönetimi yaklaşımı, esas olarak, firmaların ticaret yapmak ve kar etmek için uğraştıkları işin türü ile bağlantılı olacaktır. Örneğin, bir üretici firmanın stoku, perakendecilerden ve hizmet firmalarından tamamen farklıdır; bu perspektif ile, stok seviyesini yönetmek için kullanılan yaklaşımlar imalat sektörüne en uygun yaklaşım olmalıdır. Preve ve Sarria-Allend, stok yönetimi için en uygun yaklaşımın, ekonomik sipariş miktarı (EOQ) yaklaşımının benimsenmesi olduğunu önermiştir. Bu yöntem, stok seviyeleriyle ilgili yatırım maliyetlerini minimize etmeye odaklanmaktadır. EOQ yaklaşımının temel amacı, işletme operasyonu için gereken optimal birim sayısını belirleyerek, stok tutma ve stok siparişi ile ilgili maliyetleri en aza indiren sipariş miktarıdır. Bu, finansal yöneticilerin gereksiz satın alma maliyetlerini, teslimat ve depolama maliyetlerini önleyecek veya en aza indirmelerini sağlayacaktır.

Manyo (2013: 67), stok düzeyiyle ilgilenmek için yaygın olarak kullanılan yaklaşımın, tüm gereksiz maliyetlerin minimum seviyelerine düşürülmesi için çok fazla veya çok az stok deneyimlemenin üstesinden gelebilmenin yolunun ekonomik sipariş miktarı modeli olduğunu ileri sürmüştür. Aşağıdaki grafik, EOQ yaklaşımını

kullanarak stok maliyetlerini minimize edebilecek sipariş miktarlarının belirlenmesi sürecini göstermektedir:



Şekil 1: Ekonomik Sipariş Miktarı (Takon, 2013: 68)

Toplam maliyet eğrisinin asgariye indirildiği nokta, Ekonomik Sipariş Miktarının (EOQ) tüm çizgilerin kesiştiği noktaya işaret edildiği noktadır. Bu nokta, firmaların hem taşıma maliyetleri hem de sipariş maliyetleri gibi fazladan maliyetlerden kaçınmak için sürdürmeleri gereken en uygun ortalama stok seviyesinin belirleyicisi olarak kabul edilir. Bu noktada miktarı hesaplamak için formül aşağıdaki gibidir:

$$EOQ = \frac{\sqrt{2 (F)(S)}}{(c)(p)}$$

Buna karşılık:

EOQ: Ekonomik Sipariş Miktarı

F: Sipariş vermenin ve almanın sabit maliyetleri

S: Birimlerde yıllık satışlar

C: Stok değerinin yüzdesi olarak ifade edilen taşıma maliyeti

P: Firmanın envanter birimi başına ödediği alım fiyatları

EOQ modelinin zayıf olduğu anlaşılan dört varsayım vardır:

- 1) Öngörülen satışlar için hibe almak (yani kusursuz olarak).
- 2) Talebin yıl boyunca değişmeden kaldığı varsayılmaktadır.
- 3) Teslim süresi sabit olarak kabul edilir (her zaman zamanında sipariş alınacağı varsayılır).
- 4) Alış fiyatı sabit bir oran olarak kabul edilir.

Aro-Gordon (2016), EOQ'nun stok sistemini yönetmek için en uygun yaklaşım olmadığını savunmakta ve aynı zamanda gerçek dünyadaki durumla uyumlu olması varsayımını eleştirmektedir. Bu yaklaşım, mevsimsel veya ekonomik dalgalanmaların herhangi bir zamanda gerçekleşebileceği için satışların tüm dönemlerde sabit kaldığını varsaymaktadır. Ek olarak, firmaların, tüm uygulamada, gerçek uygulamada kolay olmayan tüm gerekli stok seviyelerini kesinlikle önceden belirlemeleri gerektiğini varsaymaktadır.

Stok ölçümü için yaygın olarak kullanılan yaklaşım, şirketlerin stoklarını tuttıkları ortalama süre olan Stok Devir Süresidir (SDES). Bu yaklaşım, hammadde tedariki için gerekli olan sürenin yanı sıra, malzemenin işlenmesi ve tamamlanmış ürünlerin satış yoluyla müşterin satın almasına hazır hale getirilmesi için gerekli zamanı belirtir. Ciro dönemi, üretim sürecinin verimliliğini ve etkinliğini ve firmaların ürünleri satışa hazır mallara dönüştürmek için ihtiyaç duydukları satış dönemini etkilediğinden ötürü çok önemlidir.

Robinson, Munter ve Grant'a göre (2004: 231), stok yönetimi oranı veya stok cirosu, günlük iş faaliyetlerinin ana faaliyetlerine odaklanan aktivite oranları arasında yer almaktadır. Bu oran, farklı yönetim tarzlarına ihtiyaç duyan farklı fiziksel stok türlerini koruduğundan dolayı firmalar için uygundur. Bu nedenle, stok yönetimi oranları, toplam stok sistemini yönetmek için kullanılabilirlik adına uygun olmaktadır. Stok Devir Süresi kullanımı ile şirketlerin hem erişim problemlerini hem de yetersiz stok seviyesini önlemek için gerekli olan stok seviyesinin değerlendirilmesi mümkün olacaktır. Değerlendirmek için kullanılan formül aşağıdaki gibidir:

$$\text{Stok Devir Süresi} = \frac{\text{Stoklar}}{\text{Satışların Maliyeti}} \times 360 \text{ gün}$$

Farklı sektörle uğraşan farklı işletme firmaları, stok yönetim sistemlerini yönetmek için farklı ya da aynı yaklaşımları kullanabilirler ancak temelde örtüşen amaç, stok sorununu ele almak için etkin bir sisteme sahip olmaktır. Abdulraheem, Yahaya, Isiaka ve Aliu (2011: 53), Nijerya'daki küçük işletme finansmanında stok yönetimini incelemişlerdir. Envanter seviyesinin, işletmenin karlılık performansı üzerinde önemli bir etkisi olduğunu saptamışlardır; bu nedenle, firmaların yüksek kârlılığının temel olarak benimsemiş oldukları stok yönetim sistemlerine bağlı olacağını belirtmişlerdir. Bu araştırma, stok yönetiminin önemini ve etkili ve verimli stok yönetim sistemi uygulama ihtiyacını açıkça ortaya koymaktadır.

1.2.4. Borç Hesapları Yönetimi

Ödenecek hesaplar, bir mali yıl içinde yerine getirilmesi gereken yükümlülükler veya taleplerdir ve genellikle finansal kurumlardan ödenecek hesaplar ve kısa vadeli krediler gibi kredi alımları nedeniyle ortaya çıkmaktadırlar.

Ödenecek hesaplar, faturaların gelecek bir tarihte ödeneceği kredi alımları altında tedarikçilerden alınan mal ve hizmetlerden kaynaklanmaktadır; kuruluşlar tedarikçilerle akıllı bir ilişki kurmalı ve bu iş birliğini günlük işletme faaliyetlerine faizsiz olarak yatırım yapabilmeleri için kısa vadeli finansman kaynakları için bir fırsat olarak görmelidir. Bununla birlikte, borçsuz hesapların sorumsuzca ele alınması, şirketler ve tedarikçileri arasındaki ilişkiyi, sonunda güven ve itibar problemlerinin kaybedilmesine yol açabilecek şekilde sınırlandırmaktadır. Dolayısıyla böyle bir durum yaşanması, nakit akış sistemini ve karlılık performansını etkileyecektir.

Tedarikçi tarafıyla iyi bir ilişki içinde olan ve iyi iskonto oranları, kredi şartlarının kolay anlaşılması, evrak işlerinin basitleştirilmesi, kredi limitinin uzatılması ve bu sürelerin kolaylaştırılması gibi koşullara sahip işletme firmaları, zamandan ve paradan tasarruf sağlar. Ek olarak, bu firmalar günlük iş faaliyetlerini yerine getirmeleri gerektiğinde, serbest faiz kaynağı olarak finanse etme fırsatını

yakalarlar. Bu nedenle, tedarikçi ile iyi bir ilişkiye sahip olmak ve bu ilişkiyi sürdürmek, tüm ödemelerin mümkün olduğunca uzun olmasını sağlayacak şekilde kredi alımlarını çevrelemeye yardımcı olur. Bu öneriler Makori ve Jagongo (2013), Gul vd. (2013) ve Öner'in (2016) araştırmaları ile tutarlıdır. Öte yandan, Cristea ve Cristea (2016), Gorondutse vd. (2016) ve Vahid, Elham, Mohsen ve Mohammadreza (2012), çalışmalarında karlılığı artırmak için hesap ödeme süresini uzatan bu beyanın geçerliliğini reddetmişlerdir.

Niresh (2012: 29), işletme sermayesi yönetimi ile üretici firmaların finansal performansı arasındaki ilişkiyi incelemiş, üretici firmaların işletme sermayelerini en iyi şekilde yönetebilmelerini, özellikle de kabul edilen kredi şart ve koşullarına uygun olarak ödenecek hesapları ertelemelerini tavsiye etmiştir. Bununla birlikte, bazen tedarikçiler erken ödemeleri teşvik etmek için indirimler sunar, bu nedenle işletme muhasebesi, tedarikçinin durumunun yararına olduğu zaman sona ermeden önce tedarikçinin sunduğu indirimleri dikkate almalıdır.



İKİNCİ BÖLÜM

KARLILIK KAVRAMI VE KARLILIK ORANLARI

2.1. Karlılık Kavramı

Kârlılık, kuruluşların uygun şekilde çalışmasını sağlayacak yeterli getiri elde etmek için kuruluşun mevcut tüm kaynaklarını kullanma kapasitesi olarak tanımlanmaktadır (Gnanasooriyar 2014: 358). Karlılık oranları, işletme faaliyetlerinin finansal iyiliğini daha da kanıtlayan yeterli ve makul miktarda kar kazanma kabiliyetini açıklar. Kârlılık düzeyi ile genel olarak yöneticiler, alacaklılar ve yatırımcılar ile halk şirketin faaliyet önemini değerlendirmek için ilgilenmektedir.

İşletmeler, kesintisiz çalışmayı sürdürmek ve uzun vadede hayatta kalmak için kârlı olmak zorundadırlar; çünkü kâr elde etmek, firmaların giderlerini elde edilen gelirlerle karşılamalarını sağlayacak ve daha fazla büyüme ve gelişme için işletmenin genişlemesine yatırım yapacaktır. Hofstrand'a göre (2009: 1), kârlılık, gelir ve giderleri ölçmek için bir araçtır. Gelir, ticari faaliyetlerden elde edilen gelirler olarak açıklanırken, giderler gelirlerin oluşması nedeniyle ortaya çıkan maliyetlere harcanır.

Tulsian'a göre (2014: 19), kârlılık analizi, yatırımı yapılan sermayeye kıyasla verimliliği ve iş faaliyetinin verimliliğini belirlemek için yaygın bir tekniktir. Kârlılık düzeyi, yatırımcı sermayeye dayalı kazanç oranını yansıttığı için hissedarlar ve yatırımcılar için en önemli konudur.

Kârlılık seviyesinin ölçülmesi, hissedarlar ve yatırımcılar gibi ilgilenen tüm taraflar için yatırım yapılan sermayeye dayalı kazanç oranını yansıtan asıl önemli konudur. Bir işletme açısından karlılık kavramı, her zaman işletme yönetiminin ilgi alanındaki konuların başında yer almıştır. Ayrıca karlılık kavramının çok geniş bir konseptte sahip olduğunu göz önünde bulundurursak, söz konusu kavramı ifade eden finansal düzeyin ölçüsünü ve kriterlerini belirlemek gerekecektir. Örneğin, %5 civarında bir kar ortalaması olan bir firma, zarar etmediği düşünülerek başarılı olarak addedilebilirse de, söz konusu firmanın içinde faaliyet gösterdiği sektör

ortalamasının %50 dolaylarında olduğu dikkate alındığında işletme ile ilgili bakış açısı değişebilecektir (Preve, Sarria-Allende 2010: 43).

Kar kavramının çok geniş bir konseptte sahip olması dolayısıyla, değer yaratmaya ilişkin söz konusu göstergeleri kategorize ederek incelediğimizde karşımıza üç ana grup çıkmaktadır (Vernimmen vd. 2009: 345);

Muhasebe Göstergeleri: 80'lerin ortalarına kadar, şirketlerin yaygın olarak kullandıkları indikatör hisse başına kazanç (EPS) olmuştur. Ancak ne var ki, bu temel muhasebe göstergesinin manipüle edilmeye oldukça elverişli olduğunu söylemek gerekmektedir. Söz konusu bu manipülasyonlar, firmaların ana faaliyet dışı hesaplarına ilişkin düzeltmelerden oluşan ve vitrin düzeltilmesi de denilen uygulamaları kapsamaktadır. İkinci nesil muhasebe göstergeleri, kullanılan özkaynak ile getirinin mukayese edildiği ve yatırımcıların karlılık ve verimlilik kavramlarına yoğunlaştığı zeminde ortaya çıkmıştır. Bu rasyo, özkaynak karlılığı (ÖK) olarak adlandırılmaktadır. Ancak bir firma, borç seviyesinde yapacağı bir artış vasıtasıyla söz konusu gösterge üzerinde kolayca oynayabilmektedir. Dolayısıyla her ne kadar ÖK'e ilişkin değerler iyi gözükse de gerçek anlamda bir değer yaratıldığı konusu oldukça şüpheli bir durumdur. Çünkü aslında artan karlılık değil, borçlar dolayısıyla risk olmaktadır. Bu yanılgının giderilmesini sağlamak amacıyla geliştirilen Kullanılan Sermayenin Getirisi (ROCE), belli sektörler dışında, bu konuda en temel göstergelerden biri olmuştur. Bankacılık ya da sigortacılık gibi ROCE'nin kullanımına uygun olmayan sektörlerde ise hala ROE kullanılmaktadır. Net bugünkü değer (NPV) ve benzer ekonomik göstergeler stratejik analiz ve firmaların piyasa değerlerinin saptanması konusunda her ne kadar oldukça yararlı göstergeler olsalar da, söz konusu bu göstergelerin temelini oluşturan bilgilerin elde edilmesi oldukça zor bir süreci gerektirmektedir.

Ekonomik Göstergeler: Ekonomik indikatörlerin ortaya çıkmalarındaki en önemli neden, risk unsurunu hesaba katmayan karlılık oranlarının tek başlarına değer kavramını ölçmeye yeterli olamayacağı gerçeğidir. Değer kavramını ölçmek için, getirilerin, kullanılan sermayenin maliyeti ile mukayese edilmeleri gerekmektedir. Bir firmanın varlıklarını finanse etmek için katlandığı maliyetler, firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (WACC) olarak adlandırılır ve bu gösterge kullanılarak

firmanın bir değer yaratıp ($ROCE > WACC$) yaratmadığını ($ROCE < WACC$) anlamak olanaklı bir hale gelir. Ancak bazı firmalar ekonomik durumlarını sadece bu rasyo ile sınırlandırabilirken, bazıları ise bir adım ileri giderek her yılın başında kullanılan sermayelerine ilişkin hesaplamalar yaparak söz konusu dönem süresince yaratılan değeri ölçmeye çalışır. Böylece değere ilişkin dönemler arası farklar oran cinsinden ziyade tutar olarak ifade edilir. Söz konusu bu yaygın değer saptama hesaplamalarının en önemlilerinden biri ekonomik kar ya da ekonomik katma değer (EVA) olarak bilinir. Ancak tüm bu göstergeler içinde şüphesiz en iyi yöntem, daha önce de bahsedildiği üzere, net bugünkü değer (NPV) yöntemidir. Ancak NPV'nin eleştirilebileceği tek nokta, dışarıdan bir analistin yapmak isteyeceği bir değerlendirme için gereken bilgilere erişilememesi olacaktır.

Piyasa Göstergeleri: Pazar katma değeri (MVA) ile toplam hissedar getirisi (TSR) hisse senedi piyasası için oldukça hassas oranlar olarak addedilebilir. MVA indikatörü kullanılan sermayeye ilişkin defter değeri ile borçların net değeri ve özsermaye değeri arasındaki farkı ifade etmek amacıyla kullanılır. MVA para birimi cinsinden ifade edilirken, TSR oran olarak ifade edilmektedir. TSR ilave bir hisse getirisini ve sermaye kazanç oranı temsil eder. Söz konusu bu getiri, bir hissedarın belirli bir dönemin başı itibarıyla bir hisseyi satın alması, bu hisseden temettü kazancı elde etmesi ve dönem sonunda bu hisseyi satması sonucu elde edilen kazancı belirtmektedir. Söz konusu oranlarla ilgili en temel zaaf, firmanın sermaye getirisi sermaye maliyetinden büyük olduğu halde, yatırımcının gelecek ile alakalı olarak beklentilerinde meydana gelecek kötümserliğin değer üzerinde yaratacağı yıkımdır.

Karlılık oranları bizlere gelir ile faaliyet döngüsü ya da gelir ile finansal kaynaklar arasındaki ilişkiyi gösterir. Bu rasyoları sektör ortalamalarıyla ya da benzer firmaların rasyolarıyla mukayese ederek değerlendirmek daha anlamlı sonuçlar elde etmemizi sağlayacaktır (Duplat 2004: 95).

2.2. Karlılık Oranları

Bu başlık altında literatürde sıklıkla kullanılan kar marjı, yatırımın getirisi ve ekonomik katma değer gibi karlılık oranları ele alınacak ve detaylandırılacaktır.

2.2.1. Kar Marjı

2.2.1.1. Brüt Kar Marjı

Satışlar ile satılan malın maliyetleri arasındaki farkın (brüt satış karının), satışlara oranlanması yoluyla bulunan değere brüt kar marjı (BKM) denilmektedir. Oranın mümkün olduğunca yüksek bir değerde olması arzulanır (Okka, 2009: 112). Ancak belirtmek gerekir ki, söz konusu orana ilişkin değerin benzer işletmeler ya da sektör ile mukayese edilip değerlendirilmesi daha doğru olacaktır (Akdoğan, Tenker 2006: 635).

$$\text{Brüt Kar Marjı} = \frac{\text{Brüt Kar}}{\text{Satış Gelirleri}}$$

ya da

$$\text{Brüt Kar Marjı} = \frac{\text{Satış Geliri} - \text{Satılan Malın Maliyeti}}{\text{Satış Gelirleri}}$$

2.2.1.2. Faaliyet Kar Marjı

Faiz ve vergi öncesi kar (FVÖK) ile satışların oranlanması yoluyla elde edilen rasyo faaliyet kar marjı (OPM) ya da satışların getirisi (ROS) olarak bilinir. Satışların getirisi, bir işletmenin esas faaliyetlerinden ne ölçüde kar elde ettiğini temsil eder. Oranın yüksek olması arzulanır ve oranla ilgili değerlendirme yapılırken firmanın geğmiş yıllarına ya da benzer firmalardaki oranlar baz alınabilir (Akdoğan, Tenker 2006: 635).

$$\text{Faaliyet Kar Marjı} = \frac{\text{Satış Geliri} - \text{Satılan Malın Maliyeti} - \text{Faaliyet Masrafı}}{\text{Satış Gelirleri}}$$

ya da

$$\text{Faaliyet Kar Marjı} = \frac{\text{Faiz ve Vergiden Önceki Kazanç}}{\text{Satış Gelirleri}}$$

2.2.1.3. Net Kar Marjı

Net kar marjı, net dönem karının satışlara oranlanması yoluyla elde edilir. Net dönem karı, firmanın hemen hemen tüm faaliyetlerine ilişkin neticeleri ihtiva eden

bir kalem niteliği taşımaktadır. Dolayısıyla net kar marjı, firmanın faaliyetlerine, yatırım ve finansman politikalarına dair bilgileri bünyesinde bulunduran bir rasyodur.

$$\text{Net Kar Marjı} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Satış Gelirleri}}$$

Ayrıca şunu belirtmek gerekir ki, net kar rakamı elde edilirken faiz unsuru dışarıda bırakılmış olur. Oysa firmalar finansman aracı olarak özsermaye kadar borç unsuruna da başvurular. Firmanın elde ettiği kar ise borç verenler ile sermayedarlar arasında bölüşülmüş olur. Halbuki, firmalar borç unsurlarını kullanmak suretiyle kendileri için fon sağlarken, diğer taraftan bu borç üzerinden bir gelir elde ederler ve söz konusu bu gelir faiz adı altında borç verenlere geri ödenir. Net kar marjı hesaplanırken, firmanın ne ölçüde kar elde ettiği değil, ne ölçüde karın sermayedarlara kaldığı tespit edilir. Dolayısıyla firmanın, yabancı kaynak üzerinden elde ettiği ancak nihayetinde geri ödemek zorunda kaldığı karı, firmanın performansına ilişkin bir sonuç olarak değerlendirmek gerekirse, net kar marjı (Brealey vd. 2003: 143);

$$\text{Net Kar Marjı} = \frac{\text{Net Kar} + \text{Faiz Giderleri}}{\text{Satış Gelirleri}}$$

şeklinde ölçülebilir.

2.2.2. Yatırım Getirisi

Birincil oran olarak da bilinen yatırımların getirisi (ROI) oranının kimi zaman Aktif Karlılık (AKK) ya da kullanılan sermayenin getirisi (ROCE) ile eş anlamlı olarak kullanıldığı görülmektedir. Ancak tam manasıyla ROI, firmanın devamlı sermayesine (net varlıklarına) yaptığı yatırımlardan elde ettiği getirinin ölçülmesini amaçlar (Pike, Neale 2006: 52). Söz konusu oran faiz ve vergi öncesi karın devamlı sermayeye oranlanması yoluyla elde edilir:

$$\text{Yatırımların Getirisi} = \frac{\text{FaizveVergi ÖncesiKar}}{\text{DevamlıSermaye (veyaNetVarlıklar)}}$$

Net varlıklar ya da devamlı sermaye (veya kullanılan) firmanın çalışma sermayesi ile duran varlıklarının toplamından (veya uzun vadeli yabancı kaynaklar + özkaynaklar) oluşmaktadır:

$$NetVarlıklar = ÇalışmaSermayesi + DuranVarlıklar$$

$$NetVarlıklar = ToplamVarlıklar - KısaVadeliYabancıKaynaklar$$

Kar yerine faiz ve vergi öncesi karın kullanılmasındaki amaç, firmanın finansal yapısından kaynaklanabilecek faiz ya da vergi giderleri gibi firmanın durumunu farklı gösterebilecek finansal politikaların yansımalarının sonucu etkilemesinden kaçınmaktır. Örneğin bir firma ne kadar çok borçlanma gerçekleştirmişse, kar/zarar hesabındaki finansman giderleri o kadar yüksek bir görüntü sergileyecektir (McMenamin 2005: 337).

2.2.2.1. Aktif Karlılık

Yatırımların getirisi (ROI) olarak da bilinen AKK, bir firmanın toplam varlıklar bazında ne denli etkin kazanç sağlayabildiğini ifade eder. AKK oldukça etkili bir performans ölçüsü olarak kabul edilir (Pinches 1996: 569). Bu oran, firmanın karlılığını, içinde kaldıraç etkisi olmayan bir şekilde yansıtmaktadır (Preve, Sarria-Allende 2010: 44).

$$Aktif\ Karlılık = \frac{NetKar}{ToplamVarlıklar}$$

AKK genel olarak net kar hesabının toplam varlıklara oranlanması suretiyle elde edilmektedir. Ancak uygulamada AKK'ye ilişkin farklı hesaplamalara rastlamak da mümkündür:

$$Aktif\ Karlılık = \frac{Net\ Kar + Finansman\ Giderleri}{Toplam\ Varlıklar}$$

$$Aktif\ Karlılık = \frac{Faiz\ ve\ Vergi\ Öncesi\ Kar}{Toplam\ Varlıklar}$$

a) Net Aktif Karlılık

Bir işletmenin toplam varlıklarının bir bölümü, firmanın tedarikçileri tarafından finanse ediliyor olabilir. Kredili alışların maliyeti her ne kadar hesaplarda bir finansman gideri şeklinde gözükmüyor olsa da, esasında bu maliyet satın alınan envanterin fiyatında gizlidir. Dolayısıyla bu tür durumların varlığı, firmanın AKK'sinin brüt bir nitelikte olmasına neden olabilmektedir. Bunu gidermek amacıyla firmanın toplam varlıkları üzerinden değil de, net varlıkları üzerinden bir hesaplama yapılabilir. Firmanın söz konusu karlılığının değerlendirilmesi amacıyla net varlıklar üzerinden hesaplanacak oran Net Aktif Karlılık (RONA) olarak adlandırılmaktadır (Preve, Sarria-Allende 2010: 44).

$$\text{Net Aktif Karlılık} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Devamlı Sermaye (veya NetVarlıklar)}}$$

2.2.2.2. Özkaynak Karlılığı

Özkaynak Karlılığı (ÖK) hissedarlar tarafından yatırılan fonlardan elde edilen getiriyi ifade eder ve bu yüzden Hissedar Fonlarının Getirisi (ROSF) olarak adlandırıldığı da görülmektedir (McMenamin 2005: 340). ÖK, firmanın, hissedarlarına ait sermayeyi kullanma verimliliğini ölçen bir oran niteliğindedir. Bu oran yoluyla hissedarların yatırdığı her liranın elde ettiği kazanç belirlenmeye çalışılır (Vishwanath 2007: 119). Özkaynak Karlılığı aşağıdaki şekilde hesaplanır:

$$\text{Özkaynak Karlılığı} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Toplam Özkaynaklar}}$$

a) Du Pont Analizi

Bir firmanın özkaynak karlılığını temsil eden ÖK'yi, süreç içindeki trendini ya da rakiplere kıyasla performansını etkileyen faktörleri kavrayabilmek için analistler çoğunlukla ÖK'yi belirli kısımlara bölerek incelemeyi tercih ederler. Söz konusu her oransal unsur, kendi içinde bir anlamlılığa sahiptir ve bu şekilde bir ayrıştırma ile her unsur daha dikkatli bir biçimde incelenebilme olanağına kavuşur (Bodie vd. 2007: 435). Bu yaklaşım incelendiğinde söz konusu her unsurun, yani net

kar marjının, finansal kaldıraçın ve AKK üzerinde belirli bir etkiye sahip varlık devir hızının, firmanın özkaynak karlılığı ile etkileşim içinde olduğu görülmektedir. Özkaynaklarından elde ettiği getiriye geliştirmek isteyen bir firmanın karşısına üç alternatif çıkar. Firma ya kar marjını geliştirecek, ya varlık devir hızını arttıracak ya da daha fazla yabancı kaynak kullanarak finansal kaldıraçın etkisini artırma yoluna gidecektir. Bahsedilen alternatiflerde yaşanacak değişimler, benzer şekilde firmanın ÖK'sini etkileyecektir (Pinches 1996: 572). Du Pont analizi, ROE'nin temsil ettiği bu alternatifleri ayrı ayrı gösteren bir rasyodur:

$$Du\ Pont = \frac{NetKar}{Satışlar} \cdot \frac{Satışlar}{ToplamAktifler} \cdot \frac{ToplamAktifler}{Toplam\ Özkaynaklar}$$

2.2.2.3. Yatırılan Sermayenin Getirisi

Bir performans ölçüsü olarak ROE, kaldıraç konusunda AKK'ye kıyasla daha hassastır ve dolayısıyla manipüle edilmesi daha kolaydır. Diğer taraftan çalışma sermayesi bağlamında ise AKK'nin, ÖK'ye oranla daha hassas olduğunu söylemek mümkündür. Örneğin, ticari alacaklar ile ticari borçların aynı tutarlarda arttırıldığını düşünelim. Böyle bir değişim sonucunda toplam varlıklar, dolayısıyla da AKK azalacaktır. Bu türden bir sıkıntıdan kaçınmak amacıyla başka bir performans ölçüsü olan yatırılan sermayenin getirisi (ROIC) kullanılabilir (Berk, DeManzo 2014: 43):

$$Yatırılan\ Sermayenin\ Getirisi = \frac{FVÖK \cdot (1 - Vergi)}{Toplam\ Özkaynak + Net\ Borç}$$

$$Net\ Borç = Toplam\ Yabancı\ Kaynaklar - Nakit\ ve\ Nakit\ Benzeri\ Varlıklar$$

2.2.3. Ekonomik Katma Değer

Finansal oranların yaygın kullanım alanlarından biri de firmaların performanslarının değerlendirilmesidir. Bu hedef doğrultusunda firmaların performanslarının ölçülmesi amacıyla sıklıkla "karlılık" kavramına başvurulduğu görülmektedir. Ancak, karlılık, bir firmanın performans durumunu tam anlamıyla

yansıtamayabilir. Örneğin, bir işletmenin projelerinden elde ettiği getirinin yatırımcısı açısından yeterli olarak görülüyor olması, o işletmenin iyi bir performansa sahip olduğu anlamına gelmez (Bodie vd. 2007: 444). Ya da örneğin söz konusu geleneksel yaklaşım çerçevesinde yatırımlardan elde ettiği getiri veya özsermaye getirilerinin aynı olması, firmaların performans veya karlılık konusunda bir eşit düzeyde olduğu anlamı taşımaz. Çünkü söz konusu firmalar için sermaye maliyetlerinin farklı olmasının geleneksel karlılık ölçüleri için herhangi bir anlamı olmayacaktır (Akbaş 2011: 116-117).

Ekonomik Katma Değer (EVA), Stern Stewart ve Co. tarafından geliştirilen ve değere dayalı bir performans ölçüsü aracıdır (Visaltanachoti vd. 2008). EVA'yı geleneksel performans ölçüsü araçlarından ayıran temel özellik ise sermaye maliyeti ile faaliyet sonuçlarını ilişkilendirip firmanın finansal yapısını dikkate almasıdır (Pantea, Munteanu, Gligor, ve Sopoian, 2008). EVA kavramı çeşitli yazarlarca farklı şekillerde tanımlanmıştır. Bazı yazarlar EVA'yı firmanın sermaye kazancı ile sermaye maliyeti arasındaki fark olarak tanımlarken, diğer bazı yazarlar ise bir firma tarafından yaratılan gerçek ekonomik kazancın ölçüsü olarak tanımlar. EVA'nın temel prensibi ise, firmaların başarılı sayılabilmeleri için alt sınırın kar ile sermaye maliyetinin eşit olması ve firmanın başarısının söz konusu karın sermaye maliyetini aşmasıyla birlikte gerçekleşebileceğidir (Yılgör 2005: 227-228; Akyüz 2013: 343-345).

Ekonomik katma değer yönetimiyle firma değeri aşağıdaki şekilde hesaplanır:

$$EVA = NOPAT - (WACC \times IC)$$

veya

$$EVA = IC \times (ROCE - WACC)$$

NOPAT	Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı
WACC	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
IC (veya CE)	Yatırılan Sermaye (Kullanılan Sermaye)

Belirtmemiz gerekir ki, EVA, birçok firma tarafından sıklıkla kullanılan basit ve güçlü bir performans ölçüm aracıdır. Ancak bu durum EVA'nın sorunsuz olduğu

anlamına gelmemektedir (Pike, Neale 2006: 112). Buna ilişkin gerekçeler ise aşağıdaki gibidir:

- Tüm firmaların EVA'yı hesaplayacak yeterli kaynağa sahip olamaması,
- EVA'nın piyasa değerinden ziyade, defter değeri üzerinden hesaplanması,
- Her çalışma birimi için sermaye maliyetinin hesaplanmasının zor olması,
- Eğer firma yöneticilerinin ücretleri EVA'ya endekslenmiş ise EVA'nın anlamsız ya da işlevsiz bir değerlendirme aracına dönüşebilmesi.

EVA'nın hesaplanabilmesi için firmanın muhasebe açısından değil de ekonomik olarak okunması gerekecektir. Bunun için kullanılan sermayeye ilişkin belirli unsurların tekrar hesaplanması şarttır (Vernimmen vd. 2009: 354).

- Firmanın geçmiş 5-10 yılına ilişkin araştırma ve geliştirme giderleri sermayeleştirilerek duran varlıklara eklenmelidir.
- Geçmiş yıllara ilişkin olağanüstü giderler yeniden hesaplanıp, daha önce firmanın bilançosunda meydana getirdiği düşüş nispetinde kullanılan sermayeye (CE) dâhil edilmelidir.
- Kayıtlı şerefiye brüt tutarı üzerinden alınmalı, negatif şerefiye ise varlıklardan düşülmelidir.

Bu düzeltmelerin ardından kar, zarar ve vergiye ilişkin olarak yapılan hesaplamalar söz konusu bu düzeltilmiş rakamlar üzerinden tekrardan hesaplanmalıdır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

BİST’TE FAALİYET GÖSTEREN FİRMALARDA ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİ İLE KARLILIK ARASINDAKİ İLİŞKİ ÜZERİNE UYGULAMA

Çalışma kapsamında çalışmanın amacı, hedefi, önemi, kısıtları, konuya ilişkin literatür taraması, çalışmanın veri seti ve tanımlayıcı istatistikleri, ekonometrik model ve tahmin sonuçları bu başlık altında ele alınmaktadır.

3.1. Çalışmanın Amacı

Bu çalışmanın temel amacı, çalışma sermayesi yönetiminin; yatırım getirilerini arttırmak adına gıda, içki ve tütün sektöründeki firmalar için karlılık üzerindeki etkisi hakkında ampirik kanıtlar sağlamaktır.

3.2. Çalışmanın Hedefleri

- Alacak Tahsil Süresi ile BİST’te listelenen gıda, içki ve tütün sektöründeki firmaların karlılık performansları arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığını değerlendirmek.
- Stok Devir Süresi ile BİST’te listelenen gıda, içki ve tütün sektöründeki firmaların karlılık performansı arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığını belirlemek.
- BİST’te listelenen gıda, içki ve tütün sektöründeki firmaların Borç Ödeme Süresi ve karlılık performansı arasında önemli bir ilişki olup olmadığını incelemek.
- Nakit Dönüşüm Süresi ile BİST’teki gıda, içki ve tütün sektöründeki firmaların karlılığı arasında önemli bir ilişki olup olmadığını değerlendirmek.

3.3. Çalışmanın Önemi

Bu çalışma, çalışma sermayesi yönetiminin gıda, içki ve tütün sektöründeki firmaların karlılık performansını nasıl etkilediğini açıklayarak mevcut bilgilere

katkıda bulunacaktır. Çalışmanın bulguları, gıda, içki ve tütün sektöründeki firmaların yöneticilerine, karlarını ve firmanın piyasa değerini artırmak için çalışma sermayesini kullanabilmeleri konusunda yardımcı olacaktır. Bu çalışmanın sonucunda, finansal yöneticiler likidite sorunlarının üstesinden gelmek ve genel firma kârını iyileştirmek için dengesiz seviyede çalışma sermayesi sorunundan kaçınabilir ve mevcut varlıklar ile borçlar arasında gerekli dengeyi koruyabilir. Öte yandan, çalışma bulguları, imalatçı birlikleri gibi düzenleyici kurumlar ve sanayi bakanlığı gibi politika düzenlemelerini içeren ilgili devlet kurumları için yararlı olacak ve üreticilerin potansiyellerini tam olarak anlamalarına yardımcı olacaktır. Ayrıca, bu çalışma finansal analistler, borsa aracıları ve gıda, içki ve tütün sektörüne yatırım yapmak isteyen diğer taraflarca kullanılabilir. Çalışma, çalışma sermayesi yönetimi veya ilgili alanlarda araştırma yapacak olan öğrenciler ve akademisyenler için de referans olarak mevcut literatüre katkıda bulunacaktır. Son olarak, araştırmacının, örneğin veri toplama, veri analizi ve verilerin yorumlanması gibi araştırmalar yapma becerileri kazanmasına yardımcı olacaktır.

3.4. Çalışmanın Kısıtları

Bu çalışmanın veri seti 2005-2017 yılları ile sınırlandırılmıştır. Çalışmada 2005 yılından önceki yılların veri setinden çıkarılmasının nedeni, Türk firmaları için Uluslararası Finansal Raporlama Standartları'nın benimsenmesinin o yıl zorunlu hale getirilmiş olmasından kaynaklanmaktadır. Bu nedenle, 2005'ten önce yayınlanan finansal tablolar karşılaştırılmaz olacaktır. Çalışmanın popülasyonu gıda, tütün ve içki sektöründeki firmalardan ibarettir. Bu firmaların tamamı BİST kapsamında işlem görmektedir.

3.5. Çalışma Sermayesi Bileşenleri ile Karlılık Performansı Arasındaki İlişkilerin Tespit Edilmesine Yönelik Mevcut Çalışmalar

Çalışmanın bu bölümünde, öncelikle ulusal ve uluslararası alanda çalışma sermayesi ile karlılık performansı üzerine daha önce yapılan bazı çalışmalara ilişkin özet bilgiler sunulmuştur.

Tablo 1. Literatür Özeti

Yazar(lar)	Ülke/Dönem	Metodoloji	Bulgular
Toraman ve Sönmez (2015)	Türkiye/2009-2013	Tesadüfi Etkiler Panel Veri Analizi	Bulgular göstermektedir ki Borsa İstanbul'a kayıtlı perakende ticaret sektöründe faaliyet gösteren 11 firmanın çalışma sermayesini temsil eden değişkenlerle karlılık ölçüsü olarak kullanılan brüt karlılık arasında istatistiksel olarak anlamlı bir bağlantı tespit edilememiştir.
Aygün (2012)	Türkiye/2000-2009	Havuzlanmış En Küçük Kareler Panel Veri Analizi	Payları BİST'te işlem gören 107 imalat firmasının verilerini kapsayan çalışmada, ulaşılan sonuçlara göre karlılık ölçüsü olan aktif karlılık oranı ile alacakların ortalama tahsil süresi (AOTS), Stok tutma süresi (STS), Borç ödeme süresi (BÖS) ve nakit dönüşüm süresi (NDS) gibi çalışma sermayesi bileşenleri arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı ilişkiler bulunmaktadır.
Atmaca (2016)	Türkiye/2009-2015	Tesadüfi Etkiler Panel Veri Analizi	BİST'e kote olmuş ve Kimya, Plastik ve Kauçuk Sektöründe yer alan 24 firmanın panel verilerinden oluşan çalışmada aktif karlılığı ve özkaynak karlılığı gibi karlılık

			göstergeleri ile çalışma sermayesi göstergeleri arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.
Öz ve Güngör (2007)	Türkiye/1992- 2005	Sabit Etkiler Panel Veri Analizi	BİST'te işlem gören 68 imalat firmasının kullanıldığı çalışmada elde edilen bulgulara göre brüt satış karlılığı ile çalışma sermayesi bileşenlerini temsil eden alacak devir hızı, borç devir hızı, stok devir hızı ve net ticaret süresi arasında negatif ve anlamlı ilişkiler olduğu rapor edilmiştir.
Kendirli ve Konak (2014)	Türkiye/1992- 2005	Çoklu Regresyon Analizi	BİST gıda ve içecek sektöründe bulunan 18 firmanın aktif karlılığı ve öz kaynak karlılığı ile çalışma sermayesi bileşenlerinden alacak devir hızı ve nakit dönüş süresi arasında negatif ve zayıf da olsa anlamlı ilişkiler belirlenmiştir.
Keskin ve Gökalp (2016)	Türkiye/2009- 2013	Tesadüfi Etkiler Panel Veri Analizi	BİST'te kayıtlı 17 gıda firmasının verilerinin kullanıldığı çalışmada çalışma sermayesi bileşenlerini temsil eden değişkenlerin aktif karlılığı üzerinde anlamlı bir etkisinin olduğu tespit edilememiştir.
Toraman ve Sönmez	Türkiye/2009- 2013	Panel Veri Analizi	BİST'te işlem gören 11 perakende ticaret firmasının

(2015)			<p>kullanıldığı çalışmada çalışma sermayesi değişkenleri olan alacak tahsilat süresi, ticari borç ödeme süresi, stok tutma süresi ve nakit dönüş süresi ile brüt karlılık arasındaki ilişki tespit edilmeye çalışılmıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre bahsi geçen bahsi geçen çalışma sermayesi bileşenleri ile brüt karlılık arasında istatistiksel olarak herhangi bir ilişkiye rastlanmadığı rapor edilmiştir.</p>
Coşkun ve Kök (2011)	Türkiye/1991-2005	Dinamik Panel Veri Analizi	<p>BİST’te faaliyet gösteren 74 firmanın verileri kullanılarak yapılmış olan çalışmanın sonuçlarına göre alacak tahsil süresi, stok tutma süresi ve nakit dönüş süresi ile aktif karlılığı arasındaki ilişkinin istatistiksel olarak negatif, ticari borç ödeme süresi ile aktif karlılığı arasındaki ilişkinin ise pozitif olduğu sonucuna ulaşılmıştır</p>
Şamiloğlu ve Demirgüneş (2008)	Türkiye/1998-2007	Yatay Kesit Regresyon Analizi	<p>BİST’e kote olan üretim firmalarının kullanıldığı çalışmada alacak tahsilat süresi, stok tutma süresi ve nakit dönüş süresi ile firmaların aktif</p>

			karlılığı arasında istatistiksel olarak negatif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmesine karşın ticari borç ödeme süresi ile firmaların aktif karlılığı arasında herhangi bir ilişkiye rastlanmadığı rapor edilmiştir.
Deloof (2003)	Belçika/1992- 1996	Regresyon Analizi	1009 firmanın dengeli panel verileri kullanılarak gerçekleştirilmiş olan araştırmada bağımlı değişken olarak brüt satış karı bağımsız değişken olarak ise alacak tahsilat süresi, ticari borç ödeme süresi, stok tutma süresi ve nakit dönüş süresi kullanılmıştır. Araştırmanın bulgularına göre bahsi geçen çalışma sermayesi bileşenlerinin (ticari borç ödeme süresi hariç) karlılık göstergesi üzerindeki etkisi negatiftir.
Raheman ve Nasr (2007)	Pakistan/1999- 2004	Havuzlanmış En Küçük Kareler Panel Veri Analizi	Karachi Stock Exchange’te faaliyet gösteren 94 firmanın verileri kullanılarak yapılmış olan çalışmada çalışma sermayesi ile alacak tahsilat süresi, ticari borç ödeme süresi, stok tutma süresi ve nakit dönüş süresi arasındaki ilişki tespit

			edilmeye çalışılmıştır. Çalışmanın bulgularına göre çalışma sermayesi ile sözü edilen karlılık oranları arasında negatif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.
Charitou, Elfani ve Lois (2010)	Kıbrıs/1998-2007	Çoklu Regresyon Analizi	Kıbrıs Menkul Kıymetler Borsası'nda faaliyet gösteren Endüstri firmalarını kapsayan araştırmanın sonuçlarına göre çalışma sermayesini temsilen nakit dönüş süresi ile aktif karlılığı arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir
Dong ve Su (2010)	Vietnam/2006-2008	Regresyon Analizi	Vietnam Borsası'nda faaliyet gösteren firmaların firmaların verileri kullanılarak yapılan araştırmada çalışma sermayesi ile Nakit döngüsü (alacak tahsilat süresi, ticari borç ödeme süresi, stok tutma süresi ve nakit dönüş süresi hariç)arasında istatistiksel olarak negatif ve anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Bellouma (2011)	Tunus/2001-2008	Sabit ve Tesadüfi Etkiler Panel Veri Analizi	KOBİ niteliğindeki 386 ihracat firmasının verileri kullanılarak gerçekleştirilmiş olan çalışmanın sonuçlarına göre çalışma sermayesi kelemleri

			(Nakit döngüsü alacak tahsilat süresi, ticari borç ödeme süresi, stok tutma süresi ve nakit dönüş süresi) ile firma karlılığı arasında istatistiksel olarak negatif bir korelasyon olduğu rapor edilmiştir.
Sharma ve Kumar (2011)	Hindistan/2000-2008	Çoklu Regresyon Analizi	Bombay Borsası'nda faaliyet göstermekte olan 263 firmanın verileri kullanılarak yapılmış olan araştırmanın bulgularına göre borç ödeme süresi ve stok tutma süresi ile firma karlılığı arasında negatif bir ilişkiye ulaşılrken alacakların tahsilat süresi ile nakit dönüş süresi ile firma karlılığı arasında pozitif bir ilişki olduğu rapor edilmiştir.
Makori ve Jagongo (2013)	Kenya/2003-2012	En Küçük Kareler Panel Veri Analizi	Nairobi Borsası'nda işlem görmekte olan 5 imalat ve inşaat firmasının verileri kullanılarak gerçekleştirilmiş olan çalışmada alacak tahsil süresi ve nakit dönüş süresi ile aktif karlılığı arasında negatif bir ilişkinin olduğu ancak stok tutma süresi ve ticari borç ödeme süresi ile aktif karlılığı arasında pozitif bir ilişkinin olduğu sonucuna varılmıştır

Thoa ve Nguyen (2012)	Vietnam/2006-2012	En Küçük Kareler ve Sabit Etkiler Panel Veri Analizi	Hem HoChi City Borsası hem de Hanoi Borsası'nda işlem görmekte olan 208 firmanın verileri kullanılarak yapılmış olan araştırmanın sonuçlarına göre brüt karlılık oranı ile alacak tahsilat süresi, stok tutma süresi ve nakit dönüş süresi (ticari borç ödeme süresi hariç), arasında istatistiksel olarak negatif ve anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Angahar ve Alematu (2014)	Nijerya/2002-2009	Çoklu Regresyon Analizi	5 çimento firmasının verileri kullanılarak gerçekleştirilmiş olan çalışmanın bulgularına göre alacak tahsil süresi ile aktif karlılığı arasında negatif ve anlamsız bir ilişki tespit edilmiştir fakat nakit dönüşüm süresi ile aktif karlılığı arasında istatistiksel olarak pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğu sonucu elde edilmiştir.
Lazaridis ve Tryfonidis (2006)	Yunanistan/2001-2004	Regresyon Analizi	Atina Borsasına kayıtlı 131 firmanın verileriyle yapılan çalışmanın sonuçlarına göre nakit dönüşüm süresi ile aktif karlılığı arasında negatif ve anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

Afza ve Nazir (2008)	Pakistan/1998-2003	Regresyon Analizi	Pay senetleri Karachi borsasında işlem gören 17 halka açık sanayi şirketi verileri kullanılarak yapılan araştırmada çalışma sermayesi ile aktif karlılığı arasındaki ilişki test edilmiştir. Çalışmanın sonuçlarına göre çalışma sermayesi politikaları ile aktif karlılığı üzerinde negatif bir ilişkinin olduğu rapor edilmiştir.
Gill, Biger ve Mathur (2010)	Amerika/2005-2007	Ağırlıklı En Küçük Kareler Panel Veri Analizi	New York Borsasına kayıtlı 88 firmanın verileri ile yapılan araştırmada çalışma sermayesi ile aktif karlılığı arasındaki ilişki ampirik olarak analiz edilmiştir. Çalışmanın sonucundan elde edilen bulgulara göre alacakların ortalama tahsilat süresi ile aktif karlılığı arasında negatif bir ilişki olduğu ancak nakit dönüşüm süresi ile aktif karlılığı arasında pozitif bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir.

3.6. Analiz

Çalışmanın bu bölümünde firmaların çalışma sermayesi unsurlarının karlılık üzerindeki etkisinin tespit edilmesine yönelik gerçekleştirilen analizler ve bu analizler sonucunda elde edilen bulgulara yer verilmektedir.

3.6.1. Veri Seti ve Tanımlayıcı İstatistikler

Bu çalışmada çalışma sermayesi bileşenleri ile karlılık arasındaki ilişkinin analiz edilmesi amaçlanmıştır. Bu doğrultuda çalışmada 2005-2017 yıllarını kapsayan dönemde pay senetleri BİST’te işlem gören ve gıda, içki ve tütün sektöründe faaliyette bulunan 20 firmanın panel verileri analiz kapsamına incelenmiştir. Çalışma kapsamında incelenen 20 firmaya ait veriler FİNNET veri tabanından elde edilmiştir. Firmalara ilişkin bilgiler Tablo 2’de gösterilmektedir. Bununla beraber, 2017 yılı itibariyle sektörde 28 firma bulunmasında rağmen verilerine sağlıklı bir şekilde ulaşılamayan 8 firma analize dahil edilmemiştir.

Tablo 2. Araştırma Kapsamında İncelenen Firmalar

Sıra	Borsa Kodu	Firma
1	ALYAG	Altınyag
2	AEFES	Anadolu Efes
3	BANVT	Banvit
4	CCOLA	Coca Cola İçecek
5	DARDL	Dardanel
6	ERSU	Ersu Gıda
7	FRIGO	Frigo Pak Gıda
8	KENT	Kent Gıda
9	KERVT	Kerevitaş Gıda
10	KNFRT	Konfrut Gıda
11	KRSTL	Kristal Kola
12	MERKO	Merko Gıda
13	PENGD	Penguen Gıda
14	PETUN	Pınar Et ve Un
15	PINSU	Pınar Su
16	PNSUT	Pınar Süt
17	SELGD	Selçuk Gıda
18	TBORG	T.Tuborg
19	TATGD	Tat Gıda
20	ULKER	Ülker Bisküvi

Analiz sürecinde kullanılan değişkenlerin belirlenmesinde Deloof (2003), Öz ve Güngör (2007), Aygün (2012), Atmaca (2016) ve Keskin ve Gökalp (2016) tarafından yapılan çalışmalardan faydalanılmıştır. Çalışmada belirlenen bağılı, bağımsız ve kontrol değişkenleri, bu değişkenlerin elde edilme biçimleri ve bağımsız ve kontrol değişkenlerinin karlılık değişkeni üzerindeki muhtemel etkileri Tablo 3'te sunulmaktadır.

Tablo 3. Analizde Kullanılan Değişkenler

Değişkenler	Simge	Hesaplama biçimi	Beklenti
Karlılık değişkeni			
Brüt Satış Karı	BSK	(Net Satışlar – S.M.M) / Toplam Aktifler	
Bağımsız değişken			
Alacak Tahsilat Süresi	ATS	365/Alacak Devir Hızı	-
Stok Tutma Süresi	STS	365/Stok Devir hızı	-
Toplam Borç Ödeme Süresi	TBÖS	365/Ticari Borç Devir Hızı	-
Nakit Dönüş Süresi	NDS	(ATS+STS)-TBÖS	-
Kontrol değişkenleri			
Firma Büyüklüğü	FB	Toplam Aktiflerin Doğal Logaritması	+
Toplam Borç	TB	Toplam Borçlar/Toplam Aktifler	-
Aktif Büyüme	AB	$(Aktifler_{it} - Aktifler_{it-1})/Aktifler_{it-1}$	+
Küresel Finansal Kriz	2008 KFK	2008 Yılı İçin 1 Diğer Yıllar İçin 0 Değerini Alan Kukla Değişken	-

Çalışmada kapsamında incelenen firmalar ve bu firmalara ilişkin değişkenlerin belirlenmesinin ardından değişkenlere ait özel istatistikler Tablo 4'te rapor edilmiştir. Tablo 4'te rapor edilen tanımlayıcı istatistikler incelendiğinde örnekleme oluşturan firmaların brüt satış karlılığının ortalaması yaklaşık %20 olduğu belirlenmiştir. Çalışma sermayesi bileşenlerine ilişkin bulgular incelendiğinde ise ATS değişkeninin ortalamasının yaklaşık 77 gün, STS değişkeninin ortalamasının yaklaşık 102 gün ve TBÖS değişkeninin ortalamasının yaklaşık 80 gün ve NDS değişkeninin ortalamasının yaklaşık 97 gün olduğu görülmektedir.

Tablo 4. Analizde Kullanılan Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler

Değişken	Ortalama	Medyan	Std. Sapma	En Küçük	En Büyük
BSK	.2012887	.1864267	.1815697	-.1886694	1.631997
FB	18.94154	18.52487	1.826677	13.85159	24.11411
AB	16.73074	9.3277	38.05708	-43.3184	330.143
TB	.5308704	.3976952	.7934909	.0153588	8.619026
ATS	76.87013	56.387	77.27805	4.65963	663.589
STS	102.1952	70.57485	90.46114	4.05595	517.934
TBÖS	80.11671	65.29085	64.21426	5.65052	650.028
NDS	96.99732	82.2484	116.7531	-358.585	542.329

3.6.2. Model

Çalışmada, gıda içki ve tütün sektöründe faaliyet gösteren firmaların çalışma sermayesi unsurlarının karlılık performansı üzerindeki etkisinin belirlenmesi amacıyla Deloof (2003), Gill vd. (2010) Aygün (2012), Toraman ve Sönmez (2015) ve Atmaca (2016) tarafından yapılan çalışmalar takip edilerek aşağıdaki genel model oluşturulmuştur:

$$BSK_{it} = \beta_0 + \beta_1 FB_{it} + \beta_2 TB_{it} + \beta_3 \text{ÇSB}_{it} + \beta_4 AB_{it} + \beta_5 2008 \text{ KFK}_{it} + \varepsilon_{it}(1)$$

Yukarıdaki 1'nolu denklemde $\varepsilon_{it} = \mu_i + \lambda_t + \eta_{it}$ olmak üzere μ_i firmalara özgü gözlenemeyen etkileri, λ_t zaman etkilerini ve η_{it} modelin hata terimini ifade etmektedir. β_0 sabit terimdir. 1'nolu eşitliğin sol tarafında yer alan bağımlı değişken BSK_{it} olup brüt satış karlılığını temsil etmektedir. Eşitliğin sol tarafında yer alan ÇSB_{it} modelin bağımsız değişkeni olup ATS_{it} , STS_{it} , $TBÖS_{it}$ ve NDS_{it} gibi dört adet çalışma sermayesi bileşenini temsil etmektedir. Modelin kontrol değişkenleri ise sırasıyla firma büyüklüğünü temsil eden FB_{it} , sermaye yapısını temsil eden TB_{it} , aktiflerin bir önceki yıla göre büyümesini temsil eden AB_{it} ve 2008 küresel finansal krizini temsil eden 2008 KFK_{it} değişkenleridir. $\beta_0 - \beta_5$ tahmin edilecek katsayılardır.

3.6.3. Yöntem

Çalışmada, panel veri regresyon analizine başlamadan önce 1'nolu eşitliğin sol tarafında bulunan bağımsız ve kontrol değişkenleri için çoklu doğrusal bağlantı sorunu Spearman korelasyon analizi ve varyans büyütme faktörü (VIF) analizi ile araştırılmıştır. Daha sonra panelde yer alan firmalar arasındaki muhtemel bağımlılık

Pesaran (2004) CD testi ile sınıanmıştır. Kesitsel bağımlılık testinin ardından değişkenlerin durağan olup olmadıkları Harris-Tzavalis (1999) ve Levin-Lin-Chu (2002) panel birim kök testleri ile incelenmiştir. Karlılık modelinin katsayılarının hangi tahminci ile tahmin edileceğine F testi, Breuch-Pagan (1980) LM testi ve Hausman (1978) belirleme testi ile karar verilmiştir. Kurgulanan modeller için tahminci seçiminin ardından hata terimlerine ilişkin otokorelasyon ve değişen varyans sorunlarının varlığı Wooldridge ve Modifiye edilmiş Wald testleri aracılığıyla araştırılmıştır. Oluşturulan tüm modellerde hata terimleri için otokorelasyon ve değişen varyans sorunları tespit edildiğinden dolayı yapılan tahminlerde Arellano, Froot ve Rogers tahmincisi ile standart hatalar düzeltilmiştir.

3.6.4. Çoklu Doğrusal Bağlantının Araştırılması

Çoklu Doğrusal Bağlantının varlığının sınıanmasında hem korelasyon hem de Varyans Büyütme Faktörü (VIF) analizleri kullanılmıştır. Tablo 5'te rapor edilen korelasyon analizi sonuçlarına göre bağımsız değişkenler arasında anlamlı korelasyonlar göze çarpmaktadır. Ancak hesaplanan korelasyon katsayıları kritik değer 0.80'den büyük olmadığından dolayı kurgulanan modeller için çoklu doğrusal bağlantının önemli bir sorun olmadığı ifade edilebilir. Ayrıca, dört ayrı çalışma sermayesi bileşeni kullanılarak oluşturulan modellerde de değişkenlere ait hesaplanan VIF katsayıları kritik değer olan 5'ten küçük olup 1.05-1.94 arasında değişmektedir. Dolayısıyla VIF katsayılarından elde edilen sonuçlar da çoklu doğrusal bağlantının modeller için önemli bir sorun olmadığı ortaya koymakta ve korelasyon sonuçlarını desteklemektedir.

Tablo 5.Korelasyon Matrisi

Değişken	FB	AB	TB	ATS	STS	TBDS	NDS
FB	1						
AB	0.0951	1					
TB	-0.1022	-0.0999	1				
ATS	-0.0881	0.0198	-0.0195	1			
STS	-0.4227*	0.1423	-0.1230	0.0147	1		
TBÖS	-0.2522*	-0.0501	0.5048*	0.0668	0.2537*	1	
NDS	-0.2420*	0.1480*	-0.3846*	0.5103*	0.6461*	-0.2990*	1

Notlar: * işareti 0.01 önem düzeyinde sıfır hipotezinin (Ho: değişkenler arasında korelasyon yoktur) reddedildiğini göstermektedir.

3.6.5. Birimler Arası Korelasyonun Test Edilmesi

Çalışmanın yatay kesit boyutu (N=20) zaman boyutundan (T=13) büyük olduğu için birimler arası korelasyonun varlığı Pesaran (2004) CD test istatistikleri ile araştırılmış ve elde edilen sonuçlar Tablo 6’da sunulmuştur. Değişken bazında yapılan birimler arası korelasyon analizi sonuçlarına göre, test istatistiklerinin olasılık değerleri kritik değer olan %5’ten büyük olduğundan çalışma için belirlenen değişkenlerin kesitsel bağımlılık içermediği ifade edilebilir.

Tablo 6. Pesaran CD (2004)'ın Birimler Arası Korelasyon Test Sonuçları

	Sabitli ve Trendsiz Model		Sabitli ve Trendli Model	
	CD İstatistiği	Olasılık Değeri	CD İstatistiği	Olasılık Değeri
BSK	-0.525	0.700	-0.792	0.214
FB	-1.267	0.103	-0.679	0.249
AB	-0.799	0.212	-0.644	0.260
TB	0.772	0.220	1.194	0.116
ATS	-0.246	0.403	-1.100	0.136
STS	-0.187	0.426	1.131	0.129
TBÖS	1.372*	0.085	0.028	0.489
NDS	-1.210	0.113	-0.362	0.359

Notlar: * işareti 0.10 önem düzeyinde sıfır hipotezinin (Ho: Birimler/firmalar arasında bağımlılık yoktur) reddedildiğini göstermektedir.

3.6.6. Panel Birim Kök Testleri

Çalışmada kullanılan değişkenlerin birim kök içerip içermediklerinin analiz edilmesinde diğer bir ifadeyle durağan olup olmadıklarının araştırılmasında kesitsel bağımlılığı dikkate almayan birinci nesil panel birim kök testlerinden Harris-Tzavalis (1999) ve Levin-Lin-Chu (2002) testleri kullanılmıştır. Tablo 7’de rapor edilen bulgulara göre, sıfır hipotezi tüm değişkenler için %1 önem düzeyinde güçlü bir biçimde reddedilerek tüm değişkenlerin düzey hallerinde durağan oldukları, diğer bir ifadeyle I(0) oldukları anlaşılmaktadır.

Tablo 7. Harris-Tzavalis ve Levin-Lin-Chu Panel Birim Kök Testi Sonuçları

	Sabitli ve Trendsiz Model		Sabitli ve Trendli Model	
	Harris-Tzavalis	Levin-Lin-Chu	Harris-Tzavalis	Levin-Lin-Chu
BSK	-3.2046***	-5.6395***	-5.7391***	-6.9049***
FB	-6.3423***	-2.3548***	-5.9036***	-6.1919***
AB	16.9562***	-6.3701***	-10.9032***	-8.6131***
TB	-6.2376***	-4.1666***	-8.4665***	-9.3615***
ATS	-3.3494***	-4.7945***	-5.9863***	-5.9877***
STS	-11.7381***	-6.6353***	-8.8265***	-7.8058***
TBÖS	-7.7853***	-6.8165***	-3.5200***	-8.9408***
NDS	-18.4008***	-6.6836***	-9.1189***	-6.0747***

Notlar: ***işareti 0.01 önem düzeyinde sıfır hipotezinin (Ho: Seri birim kök içerir/durağan değildir) reddedildiğini göstermektedir.

3.6.7. Panel Veri Tahmin Sonuçları

Tablo 8’de brüt satış karlılığı (BSK) ile alacak tahsil süresi (ATS) arasındaki ilişkiyi belirlemeye yönelik gerçekleştirilen tahmin sonuçları yer almaktadır. Tablo 8’in alt kısmında rapor edilen F-testi, Breusch-Pagan (1980) LM testi ve Hausman (1978) testi bulgularına göre belirlenen modelin katsayılarının tahmin edilmesinde en uygun tahminci sabit etkiler tahmincisidir. Sabit etkiler modeli çerçevesinde Wooldridge ve Modifiye edilmiş Wald testleri sonuçları incelendiğinde modelin hatalarının birbiri ile ilişkili olduğu ve varyansının değiştiği tespit edilmiştir. Söz konusu sorunlardan modeli kurtarmak ve sağlam standart hatalar rapor etmek için Arellano, Froot ve Rogers panel veri tahmincisi kullanılmış ve ulaşılan sonuçlar Tablo 8’de rapor edilmiştir.

Tablo 8’deki tahmin sonuçları ATS değişkeni açısından incelendiğinde, bu değişkene ait katsayının negatif olduğu görülmektedir. Bununla beraber, tahmin edilen negatif ilişki istatistiki olarak herhangi bir önem düzeyinde anlamlı değildir. Çalışmanın bulguları kontrol değişkenleri açısından değerlendirildiğinde, firma büyüklüğü (FB) ve toplam borçların toplam varlıklara oranı (TB) değişkenleriyle BSK arasında anlamlı ve negatif bir bağlantı tespit edilmiştir. Bu bulgular hem büyük ölçekli hem de borçlanma düzeyi yüksek olan firmaların brüt satış karlılığının düşük düzeyde olduğuna işaret etmektedir. Tahmin edilen modele küresel finansal krizi temsil dahil edilen 2008 KFK değişkeni ile BSK arasında beklendiği gibi %10

önem düzeyinde istatistiki olarak negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Beklentilerle uyuşan bu bulgu krizin örnekleme dahil edilen firmaların BSK'nı olumsuz yönde etkilediğini ortaya koymaktadır.

Tablo 8. ATS İçin Tahmin Sonuçları (Model I)

	Bağımlı Değişken: Brüt Satış Karlılığı (BSK)			
	Katsayı	Standart Hata	t	p>t
FB	-.1759316**	.0772714	-2.28	0.035
TB	-.026595***	.0056803	-4.68	0.000
ATS	-.0003904	.0002566	-1.52	0.145
AB	.0001376	.0001888	0.73	0.475
2008 KFK	-.200061*	.1041855	-1.92	0.070
Sabit terim	3.789302**	1.55816	2.43	0.025
R2	0.3064			
F-istatistiği (Model)	21.46***			
Gözlem Sayısı	260			
Firma Sayısı	20			
F-testi	17.90***			
Breusch-Pagan LM testi	110.28***			
Hausman testi	71.41***			
Otokorelasyon testi	9.061***			
Değişen varyans testi	3452.33***			

Not: Modele zaman kukla değişkenleri ilave edilmiştir ancak katsayılar rapor edilmemiştir. Breusch ve Pagan LM testi için sıfır hipotezi: rassal etkiler tahmincisiyle kıyaslandığında en küçük kareler (EKK) tahmincisi daha uygundur. F-testi için sıfır hipotezi: sabit etkiler tahmincisiyle kıyaslandığında EKK tahmincisi daha uygundur. Hausman belirleme testi için sıfır hipotezi: sabit etkiler tahminci ile karşılaştırıldığında rassal etkiler tahmincisi daha uygundur. Wooldridge Otokorelasyon testi için sıfır hipotezi: modelde birinci dereceden otokorelasyon yoktur. Modifiye edilmiş Wald testi için sıfır hipotezi: hata terimlerinin varyansı birimlere göre sabittir.

Tablo 9'da brüt satış karlılığı (BSK) ile stokta tutma süresi (STS) arasındaki ilişkiyi belirlemeye yönelik gerçekleştirilen tahmin sonuçları yer almaktadır. STS değişkenine ait katsayı incelendiğinde, stokta tutma süresinin artmasının düşük karlılıkla ilişkili olduğu görülmektedir. Öz ve Güngör (2007) ve Aygün (2012) tarafından yapılan çalışmaların bulguları ile örtüşen bu bulgu stokta tutma süresi daha uzun olan firmaların daha az karlı olduklarına işaret etmektedir. Kontrol değişkenlerine ait katsayılar incelendiğinde firma büyüklüğü (FB), borçlanma oranı (TB) ve küresel kriz kukla değişkeninin (2008 KFK) BSK ile anlamlı ve negatif yönde ilişkili olduğu görülmektedir.

Tablo 9. STS İçin Tahmin Sonuçları (Model II)

	Bağımlı Değişken: Brüt Satış Karlılığı (BSK)			
	Katsayı	Standart Hata	t	p>t
FB	-.1757974**	.0743377	-2.36	0.029
TB	-.037303***	.0070521	-5.29	0.000
STS	-.0006775**	.0003022	-2.24	0.037
AB	.0001105	.0001707	0.65	0.525
2008 KFK	-.1978118*	.1020083	-1.94	0.067
Sabit Terim	3.831199**	1.521858	2.52	0.021
R2	0.3297			
F-istatistiği (Model)	46.03***			
Gözlem Sayısı	260			
Firma Sayısı	20			
F-testi	18.29***			
Breusch-Pagan LM testi	117.82***			
Hausman testi	68.15***			
Otokorelasyon testi	15.388***			
Değişen varyans testi	2392.65***			

Not: Modele zaman kukla değişkenleri ilave edilmiştir ancak katsayılar rapor edilmemiştir. Breusch ve Pagan LM testi için sıfır hipotezi: rassal etkiler tahmincisiyle kıyaslandığında en küçük kareler (EKK) tahmincisi daha uygundur. F-testi için sıfır hipotezi: sabit etkiler tahmincisiyle kıyaslandığında EKK tahmincisi daha uygundur. Hausman belirleme testi için sıfır hipotezi: sabit etkiler tahminci ile karşılaştırıldığında rassal etkiler tahmincisi daha uygundur. Wooldridge Otokorelasyon testi için sıfır hipotezi: modelde birinci dereceden otokorelasyon yoktur. Modifiye edilmiş Wald testi için sıfır hipotezi: hata terimlerinin varyansı birimlere göre sabittir.

Tablo 10’da ticari borç ödeme süresinin (TBÖS) brüt satış karlılığı (BSK) üzerindeki etkisini belirlemeye yönelik gerçekleştirilen tahmin sonuçları yer almaktadır. Tablo 10’da görüldüğü üzere TBÖS değişkenine ait tahmin edilen katsayı negatif olmasına rağmen herhangi bir önem seviyesinde anlamlı bulunmamıştır. Dolayısıyla, bu bulgu iki değişken arasında anlamlı bir ilişki olmadığı şeklinde yorumlanabilir. Daha açık bir ifade ile bu sonuç örnekleme bulunan firmaların TBÖS’ne ilişkin izledikleri politikaların karlılık performanslarına yansıtılmadığına işaret etmektedir. Sonuçlar modele dahil edilen kontrol değişkenleri açısından incelendiğinde, firma büyüklüğü (FB) ve küresel kriz kukla değişkeni (2008 KFK) ile BSK arasında anlamlı ve negatif yönde bir ilişki olduğunu bununla beraber borçlanma oranı (TB) ve aktiflerin bir önceki yıla göre büyümesi (AB) gibi değişkenleri ile karlılık performansını temsil eden BSK arasında anlamlı bir ilişki olmadığını ortaya koymaktadır.

Tablo 10. TBDS İçin Tahmin Sonuçları (Model III)

	Bağımlı Değişken: Brüt Satış Karlılığı (BSK)			
	Katsayı	Standart Hata	t	p>t
FB	-.175345**	.0731246	-2.40	0.027
TB	-.0021696	.0212634	-0.10	0.920
TBÖS	-.0007599	.0006477	-1.17	0.255
AB	.0001259	.0001689	0.75	0.465
2008 KFK	-.2194915*	.1138581	-1.93	0.069
Sabit Terim	3.806663**	1.507387	2.53	0.021
R2	0.3190			
F-istatistiği (Model)	38.16***			
Gözlem Sayısı	260			
Firma Sayısı	20			
F-testi	18.50***			
Breusch-Pagan LM testi	110.85***			
Hausman testi	72.45***			
Otokorelasyon testi	9.707***			
Değişen varyans testi	3035.21***			

Not: Modele zaman kukla değişkenleri ilave edilmiştir ancak katsayılar rapor edilmemiştir. Breusch ve Pagan LM testi için sıfır hipotezi: rassal etkiler tahmincisiyle kıyaslandığında en küçük kareler (EKK) tahmincisi daha uygundur. F-testi için sıfır hipotezi: sabit etkiler tahmincisiyle kıyaslandığında EKK tahmincisi daha uygundur. Hausman belirleme testi için sıfır hipotezi: sabit etkiler tahminci ile karşılaştırıldığında rassal etkiler tahmincisi daha uygundur. Wooldridge Otokorelasyon testi için sıfır hipotezi: modelde birinci dereceden otokorelasyon yoktur. Modifiye edilmiş Wald testi için sıfır hipotezi: hata terimlerinin varyansı birimlere göre sabittir.

Çalışmada regresyon modeline dahil edilen dördüncü ve sonuncu çalışma sermayesi bileşeni nakit dönüş süresidir (NDS). [(ATS+STS)-TBÖS] şeklinde hesaplan bu değişkenin karlılık performansını temsil eden brüt satış karlılığı (BSK) değişkeni üzerindeki etkisini tespit etmek için gerçekleştirilen analiz sonucunda ulaşılan bulgular aşağıda Tablo 11’de sunulmaktadır. Tablo 11’de görüldüğü üzere NDS ile BSK arasında %5 anlam seviyesinde istatistiksel olarak negatif ve anlamlı bir ilişki olduğu rapor edilmiştir. Bu bulgu nakit dönüş süreleri daha uzun olan firmaların diğer firmalara kıyasla daha düşük karlılık ile faaliyetlerine devam ettiklerine işaret etmektedir.

Bununla beraber Tablo 11’deki bulgular modele dahil edilen kontrol değişkenleri açısından değerlendirildiğinde, AB haricinde FB, TB ve 2008 KFK gibi diğer kontrol değişkenlerinin BSK’yı negatif ve anlamlı bir biçimde etkilediği görülmektedir.

Tablo 11. NDS İçin Tahmin Sonuçları (Model VI)

Bağımlı Değişken: Brüt Satış Karlılığı				
	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	Olasılık
FB	-.1765913**	.0776753	-2.27	0.035
TB	-.042261***	.0081845	-5.16	0.000
NDS	-.0003167**	.0001418	-2.23	0.038
AB	.0001348	.0001875	0.72	0.481
2008 KFK	-.1916032*	.1048738	-1.83	0.083
Sabit Terim	3.807903**	1.563583	2.44	0.025
R2	0.3095			
F-istatistiği (Model)	76.65***			
Gözlem Sayısı	260			
Firma Sayısı	20			
F-testi	17.51***			
Breusch-Pagan LM testi	114.39***			
Hausman testi	68.79***			
Otokorelasyon testi	9.707***			
Değişen varyans testi	3035.21***			

Not: Modele zaman kukla değişkenleri ilave edilmiştir ancak katsayılar rapor edilmemiştir. Breusch ve Pagan LM testi için sıfır hipotezi: rassal etkiler tahmincisiyle kıyaslandığında en küçük kareler (EKK) tahmincisi daha uygundur. F-testi için sıfır hipotezi: sabit etkiler tahmincisiyle kıyaslandığında EKK tahmincisi daha uygundur. Hausman belirleme testi için sıfır hipotezi: sabit etkiler tahminci ile karşılaştırıldığında rassal etkiler tahmincisi daha uygundur. Wooldridge Otokorelasyon testi için sıfır hipotezi: modelde birinci dereceden otokorelasyon yoktur. Modifiye edilmiş Wald testi için sıfır hipotezi: hata terimlerinin varyansı birimlere göre sabittir.

SONUÇ

Son yıllarda yerel ve küresel düzeyde yaşanan krizler firmaların sahip oldukları çalışma sermayesinin etkin bir şekilde yönetilmesinin bir taraftan rekabet gücü kazanılmasında diğer taraftan da risk ve getiri arasında denge kurarak firma değerinin arttırılmasında son derece önemli bir unsur olduğunu ortaya çıkarmıştır.

Bu çalışmada pay senetleri BİST'te işlem gören gıda, içki ve tütün sektöründeki 20 firmanın çalışma sermayesi yönetimi ile karlılık performansı arasındaki ilişkinin analiz edilmesi amaçlanmıştır. Analiz kapsamında çalışma sermayesi unsurları olarak alacak tahsil süresi, stok tutma süresi, ticari borç ödeme süresi ve nakit dönüşüm süresi esas alınmıştır. Bununla beraber çalışmada karlılık göstergesi olarak ise brüt satış karlılığı kullanılmıştır.

Firmaların çalışma sermayesini temsil eden dört unsur ile brüt satış karlılığı arasındaki ilişkinin belirlenmesinde klasik panel veri regresyon analizi kullanılmıştır. Klasik panel veri uygulamasında öncelikli olarak korelasyon ve VIF testleri ile çoklu doğrusal bağlantı sorununun varlığı araştırılmıştır. Ardından paneli oluşturan birimler (firmalar) arasındaki bağımlılık değişken bazında Pesaran (2004) CD testi ile araştırılmıştır. Kesitsel bağımlılık testini takiben değişkenlerin durağanlığı Harris-Tzavalis (1999) ve Levin-Lin-Chu (2002) testleri ile incelenmiştir.

Çalışmada kullanılan karlılık modelinin katsayılarının tahmin edilmesinde F testi, Breuch-Pagan (1980) LM, ve Hausman (1978) belirleme testlerinden yararlanılmıştır. Modelde otokorelasyonun varlığı Wooldridge testi ile araştırılırken değişen varyans sorununun varlığı ise Modifiye edilmiş Wald testiyle incelenmiştir. Çalışmada son olarak modellerin tahmin edilmesi sürecinde standart hataları otokorelasyon ve değişen varyansa karşı düzelten Arellano, Froot ve Rogers sabit etkiler panel veri tahmincisi kullanılmıştır.

Arellano, Froot ve Rogers sabit etkiler panel veri tahmincisi kullanılarak gerçekleştirilen analizlerde aşağıdaki bulgular elde edilmiştir.

- i. Alacakların tahsilat süresi ile brüt satış karlılığı arasında negatif ancak anlamlı olmayan bir ilişki tespit edilmiştir. Söz konusu iki değişken

arasındaki anlamlı olmayan negatif ilişki genel anlamda alacakların tahsilat süresinin daha kısa tutulmasının daha yüksek brüt satış karlılığı ile ilişkili olduğunu ortaya koymaktadır. Deloof (2003), Keskin ve Gökalp (2016), Atmaca (2016) tarafından yapılan çalışmalarda ulaşılan bulguları destekleyen bu bulgu aynı zamanda gıda, içki ve tütün sektöründeki firmaların alacaklarının tahsilâtına ilişkin izlediği stratejilerini karlılığa etkin bir şekilde yansıtmadığı şeklinde yorumlanabilir.

- ii. Stok tutma süresinin brüt satış karlılığı üzerindeki etkisi negatif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Deloof (2003), Öz ve Güngör (2007), Sharma ve Kumar (2011) ve Aygün (2012) çalışmalarında benzer bulgular rapor etmişlerdir. Bu bulgu firmaların stokta tutma sürelerinin artmasının karlılık üzerinde olumsuz bir etki yarattığına işaret etmektedir.
- iii. Brüt satış karlılığı değişkeni ticari borçların ödenme süresi değişkeninden negatif bir biçimde etkilenmektedir ancak bu etki herhangi bir önem düzeyinde anlamlı bulunamamıştır. Bu bulgu Sharma ve Kumar (2011), Bellouma (2011) ve Atmaca (2016) tarafından yapılan çalışmalardan elde edilen bulgulara benzer niteliktedir.
- iv. Çalışma sermayesi yönetiminin en hassas bileşeni olarak kabul edilen nakit dönüş süresi ile brüt satış karlılığı arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir bağlantı tespit edilmiştir. Bu bulgu nakit dönüş süresi daha uzun olan firmaların daha az karlı firmalar olduklarını ortaya koyması açısından önemlidir. Deloof (2003), Öz ve Güngör (2007), García-Tervel ve Solano (2007), Aygün (2012), Makori ve Jagongo (2013)'nin çalışmalarıyla örtüşen bu bulgu gıda, içki ve tütün sektöründe faaliyette bulunan firmaların nakit dönüş sürelerini kısaltarak karlılık performanslarını arttırmabileceklerine işaret etmektedir.

- v. Çalışmaya dahil edilen kontrol değişkenleri sırasıyla firma büyüklüğü, borçlanma oranı, büyüme ve küresel finansal kriz kukla değişkenidir. Bu değişkenlerin karlılık göstergesi üzerindeki etkileri büyüme değişkeni dışında anlamlı bulunmuştur.

Bu çalışma bazı kısıtları da içermektedir. Çalışmada sadece firmaya özgü değişkenlerin ve kriz kukla değişkeninin kullanılmış olması çalışmanın ilk kısıtı olarak değerlendirilebilir. İkinci olarak çalışmada ulaşılan bulgular BİST’te işlen gören gıda, içki ve tütün sektöründe faaliyet gösteren firmalar açısından geçerlidir.

Gelecek çalışmalarda çalışma sermayesi bileşenlerinin karlılıkla ilişkisinin doğrusal olup olmadığı test edilebilir. Ayrıca, çalışma sermayesi unsurlarının karlılık performansı üzerindeki etkisi alternatif karlılık göstergeleri kullanılarak araştırılabilir. Buna ilaveten gelecek çalışmalarda çalışma sermayesi yönetimi karlılık ilişkisi dinamik panel veri regresyon analizi ile araştırılabileceği gibi farklı sektörlerde faaliyette bulunan firmaların verileri kullanılarak da çalışma daha kapsamlı hale getirilebilir.



KAYNAKÇA

- Abdulraheem, Abdulrasheed, Yahaya, Khadijat Adenola, Isiaka, Sulu Babaita, and Aliu, Olanrewaju Atanda. (2011). "Inventory management in small business finance: Empirical evidence from kwara state, Nigeria". *British Journal of Economics, Finance and Management Sciences*, 2(1), 49 – 57.
- Afza, Talat & Nazir, Mian Sajid (2008). "Working Capital Approaches and Firm's Returns in Pakistan" *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences*, 1:25-36.
- Akbaş, Halil Emre (2011). "Ekonomik Katma Değer Yaklaşımı ve Hissedar Değeri". *Mali Çözüm*, 115-132.
- Akbulut, Ramazan (2011). "İMKB’de İmalat Sektöründeki İşletmelerde İşletme Sermayesi Yönetiminin Karlılık Üzerindeki Etkisini Ölçmeye Yönelik Bir Araştırma". *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 40(2), 195- 206.
- Akdoğan, Nalan ve Tenker, Nejat (2006). *Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Akın, Osman ve Eser, Emine Dilek (2014). "İşletme Sermayesi Yönetimi: Mermer İşletmelerine Yönelik Bir Araştırma" *Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 2: 45-55.
- Akyüz, Yılmaz (2013) "Ekonomik Katma Değer (EVA) Ve Pazar Katma Değer (MVA) Analizi: İMKB’de İşlem Gören Seramik İşletmelerinde Bir Uygulama." *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 18(2): 339-356.
- Angahar, Paul Aondona & Alematu, Agbo (2014). "Impact of Working Capital on The Profitability of The Nigerian Cement Industry". *European Journal of Accounting Auditing and Finance Research*, 2(7), 17-30.
- Aro-Gordon, Stephen (2016). "Overview of the Classic Economic Order Quantity Approach to Inventory Management". *The Business Age*, 1-16.

- Atarere, Lovy, O. I. (2016). "Effects of Micro Finance Banks Liquidity On The Working Capital Of Small and Medium Scale Enterprises". *International Journal of Business and Law Research*, 4(2), 53-59.
- Atmaca, Metin (2016). Finansal Oranlar Aracılığıyla Çalışma Sermayesi Bileşenlerinin Karlılığa Etkisi: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Kimya, Plastik ve Kauçuk Şirketlerinde Bir Araştırma. *Yönetim Bilimleri Dergisi*, 14(28), 633-649.
- Aygün, Mehmet (2012). Firma Performansı Üzerinde Çalışma Sermayesinin Etkisi: Türk imalat Sektörü Üzerine Bir Uygulama, *Ege Akademik Bakış*, 12(2), 215-223.
- Bellouma, Meryem (2011). The Impact of Working Capital Management on Profitability: The Case Of Small and Medium-Sized Export Companies In Tunisia. *Management international / International Management / Gestión Internacional*, 15(3), 71-88.
- Berk, Jonathan & DeManzo, Peter (2014). *Corporate Finance - Third Edition*. Pearson Education, Inc.
- Berk, Niyazi (2014). Finansal Yönetim-I, T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını No: 2577, Açıköğretim Fakültesi Yayını No: 1547 (Ed: Güven Sevil, Mehmet Başar), Eskişehir: Web-Ofset.
- Bodie, Zvi, Alex Kane, & Alan J. Marcus (2007). *Essentials of Investments*. New York: McGraw-Hill Companies.
- Brealey, Richard, Myers, Stewart, and Marcus, Alan. (2003). *Fundamentals of Corporate Finance*, Fourth Edition (pp. 722). United States: McGraw-Hill/Irwin.
- Breusch, Trevor; Pagan, Adrian (1980), "The Lagrange Multiplier Test and Its Applications to Model Specification in Econometrics", *Review of Economic Studies*, 47 (1), 239-253.

- Charitou, M. S., Elfani, M., & Lois, P. (2010). "The Effect Of Working Capital Management on Firms Profitability: Empirical Evidence from an Emerging Market". *Journal of Business & Economics Research (JBER)*, 8(12).
- Coşkun, Ender & Kök, Dünder (2011). Çalışma Sermayesi Politikalarının Karlılık Üzerine Etkisi: Dinamik Panel Uygulaması. *Ege Akademik Bakış*, 11, 75-85.
- Cristea, Ciprian & Cristea, Maria. (2016). "The impact of the working capital management on firm profitability in the Romanian manufacturing industry". *Annals of The University Of Oradea Fascicle of Management and Technological Engineering* (2): 102-110.
- Çakır, Hafize Meder & Küçük Kaplan, İlhan (2012). İşletme sermayesi unsurlarının firma değeri ve karlılığı üzerindeki etkisinin İMKB’de işlem gören üretim firmalarında 2000–2009 dönemi için analizi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (53), 69-86.
- Darun, Mohd Ridzuan, Roudaki, Jamal, and Radford, Jack. (2015). The evolution of working capital management research. *International Business Management*, 9(5), 987-997.
- Deloof, Marc (2003). 'Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?', *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(3), 573-587.
- Dong, Huynh Phuong ve Jyh-tay, Su. (2010). 'The Relationship Between Working Capital Management and Profitability: A Vietnam Case', *International Research Journal of Finance and Economics*, 49, 59-67.
- Douissaa, Mohamed Radhouane & Jabeurb, Khaled (2016). A new model for multicriteria abc inventory classification: Proaftn method. Paper presented at the 20th international conference on knowledge based and intelligent information and engineering systems.
- Duplat, Claude-Annie (2004). *Analyser et maîtriser la situation financière de son entreprise*. Paris: Librairie Vuibert.
- Duru, Anastasia Nwakaego, Ekwe, Michael Chidiebere, & Okpe, Innocent Ikechukwu. (2014). "Accounts receivable management and corporate

- performance of companies in the food and beverage industry: Evidence from Nigeria”. *European Journal of Accounting Auditing and Finance Research*, 2(10), 34-47.
- Eljelly, Abuzar M.A. (2004). Liquidity - profitability tradeoff: An empirical investigation in an emerging market. *International Journal of Commerce and Management*, 14(2), 1-14.
- Ercan, Metin Kamil ve Ban, Ünsal (2010). *Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim*, Ankara: Gazi Kitabevi.
- García-Tervel, Pedro Juan & Pedro Martinez-Solano (2007). "Effects of working capital management on SME profitability." *International Journal of managerial finance* 3(2): 164-177.
- Gill, Amarjit., Biger, Nahum, & Mathur, Neil Arun Anil (2010). “The Relationship Between Working Capital Management and Profitability: Evidence from The United States”. *Business and Economics Journal*, 10(1), 1-9.
- Gnanasooriyar, Shanthini (2014). “Profitability analysis of Listed Manufacturing Companies in Sri Lanka: An Empirical Investigation”. *European Journal of Business and Management*, 6(34), 358-364.
- Gorondutse, Abdullahi Hassan, Rahima Abass Ali, and Abass Ali (2016). "Effect of Trade Receivables and Inventory Management on SMEs Performance,“.” *British Journal of Economics, Management & Trade* 12(4): 1-8.
- Gul, Sajid, Khan, Muhammad Bilal, Rehman, Shafiq Ur, Khan, Muhammad Tauseef, Khan, Madiha, & Khan, Wajid (2013). “Working Capital Management And Performance of SME Sector”. *European Journal of Business and Management*, 5(1).
- Güzel, Ahu (2013). *İşletme Finansmanı*, İzmir: İlya Yayınevi.
- Harris, Richard D. F. & Elias, Tzavalis (1999). “Inference for unit roots in dynamic panels where the time dimension is fixed”. *Journal of Econometrics*, 91, 201–226.

- Harsh, Vineet Kaur (2014). "Efficient Management Of Working Capital: A Study Of Heathcare Sector in India". *Strategii Manageriale*, 3(25), 53-65.
- Hausman, Jerry (1978). Specification Tests in Econometrics, *Econometrica*, 46, 1251-1271.
- Karaca, Süleyman Serdar ve Kanişlı, Erdem (2015), Finansal Yönetim, Tokat: Fakülte Yayınevi.
- Kendirli, Selçuk & Konak, Fatih (2014). İşletme (Çalışma) Sermayesi Yönetiminin Firma Performansı Üzerindeki Etkisi: BİST Gıda, İçecek Endeksi Uygulaması. *Akademik Bakış Uluslararası Hakemli Sosyal Bilimler Dergisi*, (41).
- Keskin, Rıdvan & Gökalp, Füsun (2016). Çalışma Sermaye Yönetiminin Firma Karlılığı Üzerine Etkisi:Panel Veri Analizi', *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 17(1), 15-25.
- Lazaridis, Ioannis & Tryfonidis, Dimitrios (2006). "Relationship Between Working Capital Management and Profitability of Listed Companies in the Athens Stock Exchange", *Journal of Financial Management and Analysis*, 19(1):26-35.
- Leon, Jude S.A. (2013). The impact of Working Capital Management on Profitability of the Listed Firms in Sri Lanka, *Global Journal of Commerce & Management Perspective*, 2(6): 98-102.
- Levin, Andrew, Lin, Chien Fu and Chu, Chia-Shang James (2002). Unit root tests in panel data: Asymptotic and finite-sample properties. *Journal of Econometrics*, 108, 1-24.
- Makori, Daniel Mogaka, & Jagongo, Ambrose (2013). Working Capital Management and Firm Profitability: Empirical Evidence from Manufacturing and Construction Firms Listed on Nairobi Securities Exchange, Kenya. *International Journal of Accounting and Taxation*, 1(1), 1-14.
- Manyo, Takon Samuel (2013). Effect of working capital management on firm profitability in selected Nigerian quoted companies. (Doctor of Philosophy

(ph.D) in Banking and Finance), UNIVERSITY OF NIGERIA,
<http://www.unn.edu.ng>. (PG/Ph.D/08/47363)

McMenamin, Jim (2005). *Financial Management: An Introduction-Tutor's Guide*.
New York and London: Taylor ve Francis e-Library.

Muscettola, Marco (2014). Cash conversion cycle and firm's profitability : An
empirical analysis on a sample of 4,226 manufacturing smes of Italy.
International Journal of Business and Management, 9(5), 25-35.

Nimalathasan, Balasundaram (2010). Working capital management and its impact on
profitability: A study of selected listed manufacturing companies in Sri
Lanka. *Information Management*, 12, 76-82.

Niresh, J. Aloy (2012). Working capital management and financial performance of
manufacturing sector in Sri Lanka. *European Journal of Business and
Management*, 4(15), 23-30.

Okka, Osman (2006). *İşletme Finansmanı, Finans Serisi A-4*, Ankara: Nobel
Yayımları.

Okka, Osman (2009). *Analitik Finansal Yönetim - Teori ve Problemler*. Ankara:
Nobel Yayın Dağıtım.

Oluoch, Joseph Otieno (2016). "The impact of cash management practices on
performance of smes: A survey of smes in Eldoret central business district".
IOSR Journal of Economics and Finance, 7 (6), 01-07.

Öner, Mehtap (2016). "The impact of working capital management on firm
profitability: Empirical evidence from Borsa Istanbul". *Research Journal of
Politics, Economics and Management / Siyaset, Ekonomi ve Yönetim
Arastirmalari Dergisi* 4(3): 63-79.

Öz, Yaşar & Güngör, Bener (2007). Çalışma Sermayesi Yönetiminin Firma Kârlılığı
Üzerine Etkisi: İmalat Sektörüne Yönelik Panel Veri Analizi. *Atatürk
Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 10(2), 319-332.

- Peavler, Rosemary (2016). Cash management is important for your small business. Retrieved April, 2017, from <https://www.thebalance.com/cash-managementtechniques-393117>
- Pesaran, Hashem (2004). General Diagnostic Tests For Cross Section Dependence in Panels, Cambridge Working Papers in Economics Working Paper, 435.
- Pike, Richard, and Bill Neale (2006). Corporate Finance And Investment Decisions and Strategies. Pearson Education Limited.
- Pinches, George (1996, Temmuz 26). Essentials of Financial Management. Harper Collins College Publishers, University of Kansas. <http://www.unece.org>.
- Preve, Lorenzo & Sarria-Allende, Virginia (2010). Working Capital Management. Oxford University Press.
- Raheman, Abdul ve Mohamed, Nasr (2007). ‘Working Capital Management and Profitability–Case of Pakistani Firms’, *International Review of Business Research Papers*, 3(1), 279-300.
- Sagner, James S. (2011) Essentials of working capital management. New Jersey: John Wiley and Sons, Inc.
- Shah, Amir & Sana, Aisha (2006). “Impact of Working Capital Management on The Pofitability of Oil and Gas Sector of Pakistan”. *European Journal of Scientific Research*, 15(3), 301-307.
- Sharma, A. K., & Kumar, Satish (2011). “Effect Of Working Capital Management on Firm Profitability: Empirical Evidence from India”. *Global Business Review*, 12(1), 159-173.
- Şahin, Osman (2011). “İMKB’ye Kayıtlı İmalat Şirketlerinde Çalışma Sermayesi Politikaları ve Firma Performansı İlişkileri”. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 6(2), 123-141.
- Şamiloğlu, Famil ve Demirgüneş, Kartal (2008). “The Effect of Working Capital Management on Firm Profitability: Evidence from Turkey”. *The International Journal of Applied Economics and Finance*, 2(1):44-50.

- Thoa, T.K. Tu ve Uyen, T.U. Nguyen. (2012). "Relationship Between Working Capital Management And Profitability-Empirical Evidence From Vietnamese Listed Firms", *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 1-8.
- Tulsian, Monica (2014). "Profitability Analysis (A comparative study of SAIL & TATA Steel)." *IOSR Journal of Economics and Finance (IOSR-JEF)* 3(2): 19-22.
- Robinson, Thomas R., Munter, Paul and Grant, Julius (2004). Financial statements analysis, A global perspective (International Edition ed.). USA: Pearson Prentice Hall.
- Toraman, Cengiz & Sönmez, Adem Ruhan (2015). "Çalışma Sermayesi ve Karlılık Arasındaki İlişki: Perakende Ticaret Sektörü Üzerine Bir Uygulama". *Erzincan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 8(1), 15-24.
- Uçkun, Nurullah (2012). İşletme Sermayesi Yönetimi. F. Şamiloğlu, ve A. A. İhsan içinde, Finansal Yönetim (s. 139-162). İstanbul: Lisans Yayıncılık.
- Olubukunola, Uwuigbe., Uwalomwa, Uwuigbe and Egbide, Ben-Caleb (2012). "Cash Management And Corporate Profitability: A Study Of Selected Listed Manufacturing Firms in Nigeria". *Acta Universitatis Danubius* 8(1), 49-59.
- Uyar, Ali (2009). The relationship of cash conversion cycle with firm size and profitability: An empirical investigation in Turkey. *International Research Journal of Finance and Economics*, 24, 186-193.
- Vahid, Taghizadeh Khanqah, Elham, Ghanavati, Mohsen, Akbari khosroshahi and Mohammadreza, Ebrati (2012). Working capital management and corporate performance: evidence from Iranian companies. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 62, 1313-1318.
- Vernimmen, Pierre, Quiry, Pascal, Dallochio, Maurizio, Fur, Yann Le, ve Salvi, Antonio (2009). *Corporate Finance - Theory and Practice - Second Edition*. England: John Wiley ve Sons Ltd.

- Visaltanachoti, Nuttawat, Luo, Robin and Yi, Yi (2008). Economic Value Added (Eva) And Sector Returns. *Asian Academy Of Management Journal Of Accounting And Finance*, 4(2): 21-41.
- Vishwanath, S. R. (2007). *Corporate Finance-Theory and Pracitce*. London: Response Books.
- Yılgör, Ayşegül (2005). “İşletme Performansının Değerlendirilmesinde Ekonomik Katma Değer (EVA) Ve Piyasa Katma Değeri (MVA) Yöntemleri Ve Bu Yöntemlerin Hisse Senedi Getirilerini Açıklama Gücünün İncelenmesi: İMKB 100 Örneği”. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 60(01), 225-248.
- Yücel, Tülay and Kurt, Gülüzar (2002). Cash conversion cycle, cash management and profitability: An empirical study on the ISE traded companies. *The ISE Review*, 6(22), 1-69.
- Zakari, Murtala and Saidu, Sani (2016). The impact of cash conversion cycle on firm profitability: Evidence from Nigerian listed telecommunication companies. *Journal of Finance and Accounting*, 4(6), 342-350.



ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı Soyadı : **Deniz DURDU**
Uyruğu : **T.C.**
Doğum Tarihi ve Yeri : **1990/ Sivas**
e-posta : **denizpower4@hotmail.com**

EĞİTİM

Derece	Kurum	Mezuniyet Yılı
Lisans	Sivas Cumhuriyet Üniversitesi	2016
Yüksek Lisans	Sivas Cumhuriyet Üniversitesi	2019

İŞ TECRÜBESİ

Tarih	Kurum	Görev
-------	-------	-------

YABANCI DİL BİLGİSİ

Yabancı Dilin Adı KPDS () ÜDS () TOEFL () EILTS ()